

## 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

Nel 2005 l'economia mondiale ha continuato a espandersi a ritmi elevati, prossimi al 5 per cento. Nonostante il rafforzamento delle condizioni patrimoniali e gli elevati profitti delle imprese, l'accumulazione è stata contenuta. Il volume mondiale degli scambi di beni e servizi è aumentato a un tasso sostenuto (7,3 per cento), sebbene inferiore a quello del 2004 (10,4 per cento).

Le condizioni sui mercati finanziari sono rimaste distese e hanno visto il graduale ritorno delle politiche monetarie a un orientamento meno espansivo. Tali condizioni hanno compensato gli effetti restrittivi del rincaro dell'energia, più marcato e persistente di quanto ci si aspettasse un anno fa. L'aumento delle quotazioni del petrolio, pur determinando un rialzo significativo dei prezzi al consumo, non ha inciso sull'inflazione attesa, rimasta ovunque contenuta, grazie anche alla credibilità delle politiche monetarie. A contenere la dinamica di fondo dei prezzi hanno concorso l'accresciuta concorrenza internazionale sui mercati dei beni e la moderazione salariale nelle principali economie industriali. Negli Stati Uniti la Riserva federale aveva avviato l'azione di restrizione alla metà del 2004; nell'area dell'euro, nel dicembre del 2005 e poi ancora nel marzo dell'anno in corso, l'Eurosistema ha innalzato il tasso di riferimento; nel marzo di quest'anno la Banca del Giappone ha abbandonato la strategia di espansione della liquidità. Nel complesso dei paesi avanzati i disavanzi pubblici si sono ridotti, soprattutto per il favorevole andamento dell'economia.

L'elevata dinamica della domanda interna negli Stati Uniti e il trasferimento di reddito dai paesi consumatori a quelli produttori di materie prime associato al rialzo dei prezzi di queste ultime hanno accentuato gli squilibri esterni. Negli Stati Uniti il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti ha superato gli 800 miliardi di dollari, il 6,4 per cento del prodotto. I paesi produttori di petrolio hanno finora tesaurizzato una quota cospicua degli introiti petroliferi, investendoli in attività finanziarie denominate prevalentemente in dollari.

Nell'economia statunitense l'attività produttiva è aumentata del 3,5 per cento, continuando a trarre sostegno dall'espansione dei consumi, nettamente superiore a quella del reddito disponibile. In Giappone la crescita del prodotto è stata pari al 2,6 per cento; la ripresa si è consolidata grazie

al rafforzamento della domanda interna, che aveva ristagnato nei due anni precedenti.

Nell'Unione europea (UE) la crescita del PIL è diminuita all'1,6 per cento (2,4 nel 2004); gli andamenti economici hanno continuato a essere differenziati tra paesi. Nell'area dell'euro l'attività produttiva è rallentata all'1,3 per cento (cfr. la sezione: *Reddito, prezzi e bilancia dei pagamenti*). Anche nel Regno Unito la crescita si è indebolita, all'1,8 per cento; nella prima parte dell'anno i consumi hanno risentito del ristagno dei prezzi delle abitazioni e degli effetti ritardati della restrizione monetaria attuata a cavallo del biennio 2004-05. Nei paesi che hanno aderito alla UE il 1° maggio 2004 i progressi nella convergenza economica sono stati differenti: alcuni di quelli di minori dimensioni (cfr. la sezione: *L'economia internazionale*, nella Relazione sul 2003), che tra la metà del 2004 e la fine dello scorso anno hanno aderito agli Accordi europei di cambio II, hanno conseguito buoni risultati sul fronte dell'inflazione e delle finanze pubbliche. Nelle tre economie di maggiori dimensioni, invece, il processo di convergenza è più lento anche per il permanere di squilibri nei conti pubblici.

Il ritmo di sviluppo delle economie emergenti è rimasto elevato, prossimo al 7 per cento. La ripresa ciclica delle produzioni ad alta tecnologia ha sospinto nella seconda metà dell'anno la crescita nei paesi asiatici. In Cina l'espansione del prodotto è stata prossima al 10 per cento; il rallentamento dell'accumulazione è stato compensato dal maggiore contributo della domanda estera netta. I paesi produttori di materie prime, in cui la crescita è stata pari al 6,5 per cento, hanno beneficiato dell'ulteriore miglioramento delle ragioni di scambio.

Nonostante l'ampliamento del disavanzo esterno degli Stati Uniti, nel 2005 il dollaro si è rafforzato, beneficiando dell'aumento dei differenziali d'interesse a breve termine in favore degli strumenti denominati in questa valuta. Lo scorso luglio le autorità cinesi hanno modificato il regime di cambio del renminbi, introducendo elementi di flessibilità che tuttavia sono stati finora utilizzati in misura limitata. Nel 2005 la Cina è stata l'unica economia asiatica ad accumulare un ingente volume di riserve valutarie, che sono aumentate di oltre 200 miliardi di dollari; nei primi mesi del 2006 hanno superato quelle detenute dal Giappone.

I rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali delle maggiori aree, pur con lievi oscillazioni, non si sono discostati dai livelli del 2004. I premi per il rischio sulle obbligazioni emesse dalle imprese e, nei paesi emergenti, quelli sulle obbligazioni pubbliche sono rimasti in prossimità dei valori minimi. I corsi azionari nelle economie avanzate hanno segnato rialzi, sia pure di diversa entità, in un contesto di ridotta variabilità. I bassi livelli dei tassi sui mutui ipotecari hanno sospinto i prezzi delle abitazioni, che negli Stati Uniti e in numerosi paesi dell'area dell'euro hanno segnato

anche nel 2005 incrementi percentuali a due cifre. Nel Regno Unito i valori degli immobili, sostanzialmente invariati dalla metà del 2004, hanno ripreso ad aumentare dall'ultimo trimestre dello scorso anno.

Il Fondo monetario internazionale (FMI) stima per quest'anno un aumento del prodotto prossimo al 5 per cento e uno sviluppo degli scambi di beni e servizi dell'8. La crescita mondiale si prefigura meno sbilanciata rispetto agli anni più recenti, grazie all'accelerazione dell'attività produttiva in Europa e al rafforzamento dell'espansione in Giappone.

Negli Stati Uniti si intensificano i segnali di raffreddamento del mercato immobiliare; l'attesa decelerazione dei prezzi delle abitazioni dovrebbe porre un freno alla spesa delle famiglie, riportandola su ritmi di crescita coerenti con quelli del reddito disponibile. Secondo le valutazioni dell'FMI, nel 2006 l'espansione dell'economia statunitense dovrebbe collocarsi al 3,4 per cento, in linea con quella potenziale.

In Giappone l'aumento dell'occupazione e dei salari dovrebbe continuare a sostenere la spesa delle famiglie; rimangono favorevoli anche le prospettive di accumulazione, grazie al rafforzamento dei bilanci e agli elevati profitti delle imprese. Per il 2006 l'incremento del prodotto è stimabile intorno al 3 per cento.

Nella UE l'attività economica si rafforzerebbe rispetto al 2005. Per la media dell'area dell'euro gli organismi internazionali e i previsori privati concordano su una crescita attorno al 2 per cento, che beneficerebbe del favorevole andamento del commercio mondiale e degli investimenti; i consumi privati rimarrebbero la componente meno dinamica della domanda. Nel Regno Unito l'aumento del prodotto salirebbe al 2,4 per cento, sospinto dalla ripresa dei consumi e degli investimenti privati.

L'attività produttiva sta continuando a espandersi a ritmi vivaci anche nelle economie emergenti e in quelle in via di sviluppo, beneficiando degli elevati prezzi delle materie di base, del permanere di condizioni finanziarie stabili e di bassi premi per il rischio. In Asia si prevede per l'anno in corso un incremento del prodotto dell'8,2 per cento, che riflette il protrarsi della elevatissima crescita dell'economia cinese (9,5 per cento), ancora trainata dalle esportazioni e dagli investimenti; in India il prodotto aumenterebbe del 7,3 per cento, sospinto dalla domanda interna. Lo sviluppo dell'attività economica rimarrebbe robusto, sui ritmi registrati nel 2005, anche in America latina e nei paesi esportatori di petrolio.

Dall'inizio del 2006 nuove tensioni sui mercati del petrolio, legate anche all'acuirsi delle incertezze politiche internazionali, hanno sospinto i prezzi che, lo scorso 19 maggio, si collocavano a 66 dollari al barile (media delle tre qualità), in aumento del 45 per cento rispetto a un anno prima. Il

permanere delle quotazioni del petrolio e delle altre materie prime sugli attuali livelli, in un contesto caratterizzato da rialzi generalizzati dei prezzi delle attività patrimoniali e da una ancora abbondante liquidità internazionale, accresce i rischi per la stabilità dei prezzi. Tale situazione richiede pertanto una particolare attenzione da parte delle autorità monetarie al fine di cogliere e contrastare eventuali repentini mutamenti delle aspettative di inflazione.

Nei primi mesi dell'anno in corso i rendimenti delle obbligazioni pubbliche hanno segnato contenuti rialzi; negli Stati Uniti sono ritornati, per la prima volta dalla metà del 2002, sopra il 5 per cento. I corsi azionari e i premi per il rischio sulle obbligazioni di altri emittenti non ne hanno risentito.

Lo scorso 22 aprile i Ministri delle finanze e i Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Sette (G7), riuniti a Washington, hanno ribadito l'esigenza di flessibilità dei cambi di quelle economie emergenti, in particolare della Cina, che registrano avanzi significativi nei conti con l'estero; hanno anche auspicato un ruolo attivo dell'FMI nell'azione di sorveglianza bilaterale e multilaterale delle politiche di cambio nazionali per promuoverne la coerenza con la riduzione degli squilibri esterni. Il dollaro si è nelle ultime settimane deprezzato nei confronti delle altre maggiori valute; il 19 maggio veniva scambiato a 1,28 dollari per euro e 112 yen per dollaro.

È opinione condivisa dalla comunità finanziaria internazionale, ribadita nell'ultima riunione del G7, che gli squilibri nei conti con l'estero tra le maggiori aree abbiano raggiunto una dimensione difficilmente sostenibile nel medio-lungo periodo. L'efficienza dei mercati internazionali dei capitali, insieme con un innalzamento della propensione al risparmio delle famiglie statunitensi e con le buone prospettive di sviluppo dell'economia mondiale potrebbero consentire un riassorbimento graduale degli squilibri. In assenza di misure di politica economica appropriate, tuttavia, non si possono escludere scenari in cui la correzione avvenga in modo traumatico, implicando movimenti bruschi delle quotazioni del dollaro e dei prezzi di altre attività finanziarie, con conseguenze rilevanti per l'economia mondiale.

Un secondo rischio che grava sull'andamento dell'economia mondiale nel breve termine è rappresentato dal prezzo del petrolio. In una situazione caratterizzata da margini di capacità produttiva inutilizzata nei paesi dell'OPEC assai limitati, le quotazioni potrebbero subire altri rialzi, soprattutto in seguito a temporanee limitazioni dell'offerta.

Un altro motivo di incertezza è rappresentato dal basso livello dei premi per il rischio di credito sugli strumenti finanziari emessi dal settore privato dei paesi industriali e dalle autorità dei paesi emergenti. La riduzione dei

premi è solo in parte dovuta al miglioramento delle condizioni economiche di fondo dei prenditori – imprese, istituzioni finanziarie e paesi emergenti; appare riconducibile anche a una eccessiva assunzione di rischio da parte degli investitori. Una brusca correzione al rialzo di questi premi e, con essi, del costo del finanziamento potrebbe essere pregiudizievole per gli intermediari e per gli investitori con elevata esposizione.

Desti preoccupazione l'alto livello dei prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti, dove le famiglie sono molto indebitate, e in alcuni paesi dell'area dell'euro. Una decelerazione troppo rapida dei valori immobiliari potrebbe avere ripercussioni sui consumi.

Sebbene vi sia una elevata incertezza circa i tempi, l'intensità e gli effetti economici di una eventuale epidemia di influenza aviaria, è importante che le autorità monetarie e finanziarie ne valutino con anticipo i possibili effetti sul funzionamento dei sistemi finanziari, approntando procedure che assicurino la continuità delle funzioni chiave delle proprie istituzioni e verificando le misure adottate allo stesso scopo dalle istituzioni finanziarie private.

## LA CONGIUNTURA E LE POLITICHE ECONOMICHE

### *L'economia statunitense*

Nello scorso anno il tasso di crescita dell'attività economica negli Stati Uniti è stato del 3,5 per cento (4,2 nel 2004; tav. A1). Dal lato della domanda aggregata, l'incremento della ricchezza immobiliare e l'aumento dell'occupazione hanno permesso di compensare gli effetti negativi del rincaro dell'energia, fornendo sostegno all'espansione dei consumi delle famiglie (3,5 per cento).

*Dal 2002 i consumi beneficiano della liquidità aggiuntiva che le famiglie hanno potuto ricavare a fronte dell'incremento del valore del patrimonio immobiliare. Nel 2005 tali disponibilità liquide, ammontate a circa il 6 per cento del reddito disponibile, avrebbero contribuito per quasi due punti percentuali all'aumento dei consumi (cfr. il riquadro: Prezzi delle abitazioni e consumi delle famiglie negli Stati Uniti, in Bollettino Economico, n. 46, 2006).*

*L'espansione dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo (1,5 per cento) ha sostenuto la crescita del reddito reale disponibile (1,3 per cento, dal 3,4 nel 2004), che è stata contenuta dalla riduzione del potere d'acquisto derivante dal rincaro dell'energia (circa un punto percentuale).*

Nel 2005 il risparmio delle famiglie è divenuto negativo per lo 0,5 per cento del reddito disponibile (da +1,8 nel 2004). L'aumento del risparmio netto delle Amministrazione pubbliche e delle imprese ha contenuto la flessione di quello nazionale, sceso allo 0,8 per cento del PIL nella definizione al netto degli ammortamenti (1,2 nel 2004).

Nonostante il cospicuo aumento dei profitti delle società non finanziarie (22,1 per cento nella media del 2005, nella definizione di contabilità nazionale), l'attività di accumulazione delle imprese è lievemente rallentata, all'8,6 per cento (9,4 nel 2004). A fronte della robusta ripresa, in atto dall'inizio del 2003, degli investimenti nelle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione (13 per cento nel 2005), è stata debole l'accumulazione di beni capitali tradizionali, la cui quota sugli investimenti fissi non residenziali è di poco superiore al 50 per cento. In particolare, gli investimenti in macchinari industriali hanno ripreso a crescere a ritmi più sostenuti solo dalla seconda metà del 2005; dopo la riduzione nel triennio 2001-03, quelli nell'edilizia non residenziale hanno successivamente ristagnato.

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

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

Paesi	2004	2005	2005				2006
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	
<b>Stati Uniti</b>							
PIL .....	4,2	3,5	3,8	3,3	4,1	1,7	5,3
Consumi delle famiglie (1) .....	3,9	3,5	3,5	3,4	4,1	0,9	5,2
Spesa delle amministrazioni pubbliche (2) .....	2,2	1,8	1,9	2,5	2,9	-0,8	4,3
Investimenti privati fissi lordi	9,7	8,1	7,0	9,5	8,0	3,9	9,3
Variazione delle scorte (3) .....	0,4	-0,3	0,3	-2,1	-0,4	1,9	-0,1
Esportazioni nette (3) .....	-0,7	-0,3	-0,4	1,1	-0,1	-1,4	-0,6
<b>Giappone</b>							
PIL .....	2,3	2,6	5,9	5,3	0,6	4,3	1,9
Consumi delle famiglie (1) .....	1,9	2,1	5,8	3,1	1,8	2,5	1,6
Spesa delle amministrazioni pubbliche .....	2,0	1,7	3,8	0,4	2,0	0,4	0,6
Investimenti fissi lordi .....	1,1	3,3	7,9	4,7	4,5	-1,6	1,5
Variazione delle scorte (3) .....	-0,2	0,1	0,2	1,5	-2,0	0,7	0,5
Esportazioni nette (3) .....	0,8	0,3	-0,1	0,9	0,3	2,4	0,2
<b>Area dell'euro</b>							
PIL .....	2,0	1,3	1,3	1,7	2,8	1,3	2,4
Consumi delle famiglie (1) .....	1,5	1,3	0,4	1,2	2,2	0,5	....
Spesa delle amministrazioni pubbliche .....	1,1	1,4	1,0	2,7	3,7	0,1	....
Investimenti fissi lordi .....	2,3	2,3	0,9	4,9	4,1	1,1	....
Variazione delle scorte (3) (4)	0,4	..	-0,7	..	..	1,7	....
Esportazioni nette (3) .....	0,1	-0,2	1,4	-0,5	-0,1	-0,9	....
<b>Regno Unito</b>							
PIL .....	3,1	1,8	0,8	2,1	2,1	2,3	2,3
Consumi delle famiglie (1) .....	3,5	1,7	0,1	0,8	2,1	3,2	1,2
Spesa delle amministrazioni pubbliche .....	3,1	2,9	1,6	5,1	5,8	4,8	2,6
Investimenti fissi lordi .....	5,1	3,2	3,5	-0,1	11,4	-2,1	6,2
Variazione delle scorte (3) (4)	0,1	-0,3	-2,3	..	-0,3	-1,7	1,7
Esportazioni nette (3) .....	-0,8	-0,1	2,0	0,6	-1,9	1,2	-1,8

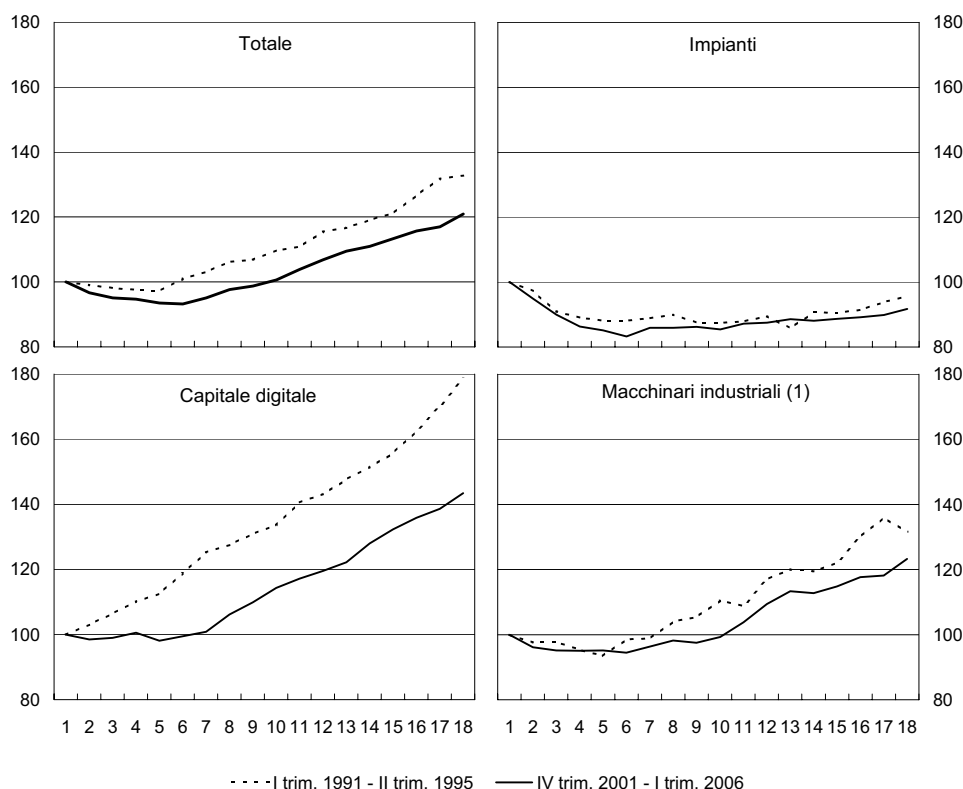
Fonte: Eurostat e statistiche nazionali.

(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.

*Nell'attuale fase di espansione, avviatasi nell'ultimo trimestre del 2001, la crescita degli investimenti produttivi è stata inferiore a quella osservata nella analoga fase intercorsa tra il primo trimestre del 1991 e il secondo del 1995 (fig. A1). A quattro anni dall'inizio della ripresa e partendo da un valore, rispetto al PIL, sostanzialmente analogo, gli investimenti sono cresciuti del 20,6 per cento nell'attuale fase espansiva, contro il 32,7 registrato nel ciclo precedente. La differenza è riconducibile alla relativa debolezza sia del comparto dei macchinari industriali e dei mezzi di trasporto, sia di quello delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione.*

Fig. A1

**STATI UNITI: ANDAMENTO DEGLI INVESTIMENTI FISSI  
NON RESIDENZIALI NELLA FASE ASCENDENTE DEGLI ULTIMI DUE CICLI**  
(dati trimestrali; indice: punto di minimo di ciascun ciclo=100)



Fonte: Bureau of Economic Analysis.  
(1) Inclusi i mezzi di trasporto.

*In quest'ultimo comparto nell'attuale fase espansiva l'attività di investimento è ripresa con ritardo. Questo ha riflesso, in particolare, l'eccesso di investimenti effettuati in precedenza, sospinti a ritmi annui superiori al 20 per cento tra il 1996 e il 2000 dalla diffusione delle nuove tecnologie. Dopo lo scoppio della bolla sul mercato azionario nella primavera del 2000, l'accumulazione in questo settore era diminuita (-3,3 per cento in media all'anno, nel biennio 2001-02). Dal secondo semestre del 2003, gli investimenti in capitale informatico, il cui tasso di obsolescenza è particolarmente rapido, hanno ripreso a crescere a ritmi sostenuti; il divario rispetto al ciclo precedente si è comunque mantenuto ampio e potrebbe crescere in prospettiva, per effetto della minore esigenza di sostituire capitale tradizionale con quello digitale.*

*La debolezza degli investimenti nell'edilizia non residenziale è, invece, comune alla precedente fase espansiva e in contrasto con la forte dinamica degli investimenti residenziali, soprattutto nell'ultimo ciclo. La crescita modesta degli investimenti in impianti e in uffici, che si associa a una quota elevata di edifici inutilizzati e a prezzi di mercato stazionari, sarebbe ancora riconducibile, secondo valutazioni della Riserva federale, all'eccesso di capacità produttiva ereditato dagli anni ottanta.*

La crescita della produttività del lavoro nel 2005 (2,7 per cento nel settore delle imprese non agricole), benché meno elevata della media del precedente biennio (3,7 per cento), ha contenuto l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto (2,5 per cento), sostenendo i margini di profitto delle imprese. Le pressioni salariali sono state nel complesso moderate, nonostante nel corso dell'anno sia stata raggiunta una situazione di sostanziale piena occupazione. La quota dei profitti sul valore aggiunto è aumentata nel quadriennio scorso di quasi sei punti percentuali, portandosi nel 2005 sul valore più elevato dal 1997.

I prezzi al consumo hanno accelerato al 3,4 per cento nella media dell'anno (2,7 nel 2004), risentendo del rincaro dell'energia, il quale, tuttavia, non si è trasmesso all'inflazione di fondo e a quella attesa, rimaste stabili e contenute. Nel corso del 2005 la dinamica del deflatore dei consumi al netto dei beni energetici e alimentari – l'indicatore che la Riserva federale ritiene più appropriato per valutare l'andamento di fondo dell'inflazione – è rimasta prossima al 2 per cento. Nei primi quattro mesi del 2006, tuttavia, il rialzo delle aspettative inflazionistiche desumibili dal rendimento dei titoli pubblici indicizzati riflette l'accresciuto rischio che il continuo rincaro dell'energia si trasmetta all'inflazione di fondo, anche in considerazione delle condizioni sempre più tese del mercato del lavoro; inoltre nel mese di aprile l'indice dei prezzi al consumo, al netto dei beni energetici e alimentari, ha accelerato al 2,3 per cento sui dodici mesi.

La moderazione dell'inflazione di fondo e delle aspettative d'inflazione osservata nel 2005, in un contesto di forte rincaro dell'energia, riflette solo in parte la riduzione dell'intensità energetica dell'economia statunitense dalla fine degli anni settanta; essa va ricondotta anche ad altri fattori, tra cui la credibilità acquisita dalla politica monetaria.

*L'ipotesi che la maggiore credibilità della politica monetaria abbia contribuito a contenere la dinamica dei prezzi negli Stati Uniti è coerente con i risultati di un'analisi in cui sono stati stimati, mediante un sistema di equazioni con variabili autoregressive (VAR), gli effetti macroeconomici degli shock petroliferi su quella economia nel periodo 1960-2005. Mentre fino agli anni ottanta gli shock petroliferi hanno un'elevata capacità esplicativa della dinamica dei prezzi, successivamente questa si è indebolita.*

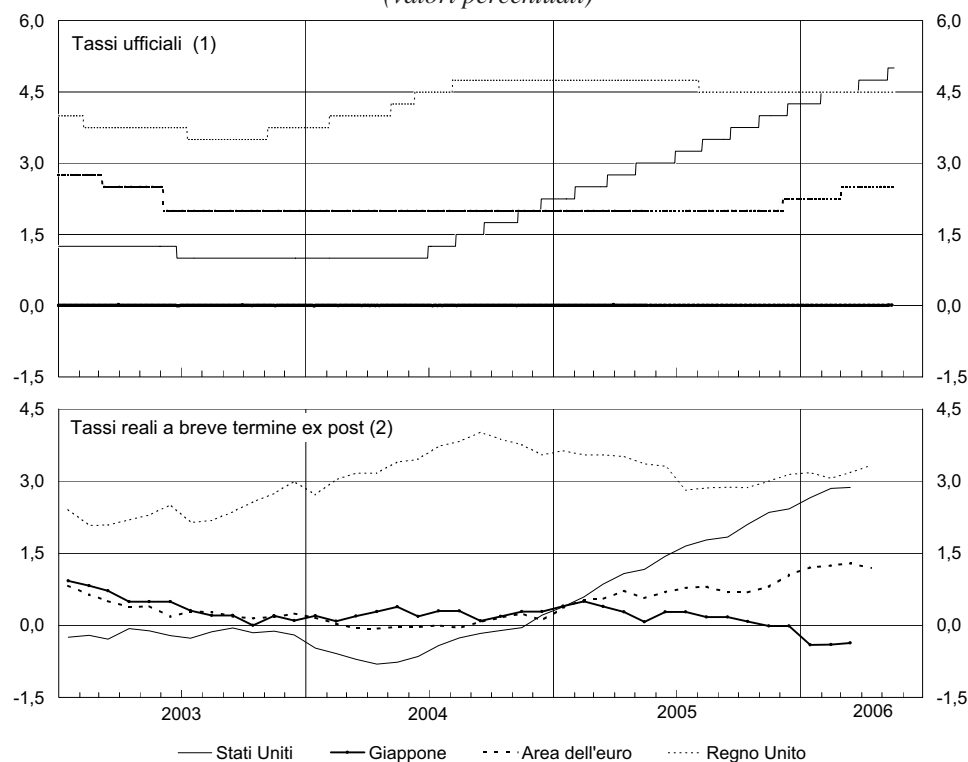
*Il risultato conferma le indicazioni della letteratura, secondo cui l'evoluzione del prezzo del petrolio precede l'inflazione negli Stati Uniti nel periodo 1960-1980, ma non in quello successivo fino al 2000. A spiegare tale discontinuità strutturale non contribuirebbero né la riduzione dell'intensità petrolifera dell'economia statunitense, né la mutata reazione della politica monetaria agli shock petroliferi; infatti, dall'inizio degli anni ottanta la Riserva federale avrebbe reagito agli shock petroliferi con minore intensità. La discontinuità potrebbe, quindi, essere ascrivibile all'accresciuta credibilità della politica monetaria: poiché dagli anni ottanta le aspettative d'inflazione non hanno*

reagito significativamente a variazioni del prezzo del petrolio, la Riserva federale non ha avuto la necessità di inasprire le condizioni monetarie come negli anni settanta. È, tuttavia, necessario tenere conto che nell'ultimo quindicennio, alla stabilità dei prezzi ha contribuito anche l'accresciuta concorrenza internazionale, che avrebbe limitato il potere di fissazione dei prezzi da parte delle imprese e contenuto quello dei prodotti importati.

Nel 2005 e nei primi mesi del 2006 la Riserva federale ha proseguito nell'azione di rimozione dello stimolo monetario avviata alla metà del 2004. Il tasso obiettivo sui federal funds è stato innalzato di 0,25 punti percentuali in ciascuna riunione del Federal Open Market Committee (FOMC), fino al 5 per cento in quella del 10 maggio scorso (fig. A2). Secondo il FOMC potranno rendersi necessari ulteriori aumenti dei tassi, per contrastare le potenziali pressioni inflazionistiche derivanti dal rincaro dell'energia e delle altre materie prime e dalla situazione di pieno impiego nel mercato del lavoro. I contratti futures sui federal funds indicano che gli operatori si attendono un ulteriore aumento del tasso di riferimento, di 0,25 punti percentuali, entro l'autunno dell'anno in corso.

Fig. A2

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



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.

I tassi d'interesse a breve termine, deflazionati con la variazione del deflatore dei consumi (al netto delle componenti più erratiche) nei precedenti dodici mesi, sono saliti al 2,9 per cento lo scorso marzo, un valore in linea con il livello medio dell'ultimo trentennio.

Nel 2005 i conti pubblici sono migliorati, per la prima volta da quattro anni, beneficiando dell'aumento, in parte temporaneo, degli introiti derivanti dalla tassazione d'impresa. A fronte dell'accelerazione delle entrate fiscali (14,6 per cento), è proseguita, al ritmo elevato degli ultimi anni, l'espansione della spesa federale (7,8 per cento), in particolare militare e sanitaria. Nell'esercizio fiscale terminato lo scorso settembre il disavanzo complessivo del bilancio federale (318 miliardi di dollari) è diminuito al 2,6 per cento del PIL, dal 3,6 nell'esercizio precedente; quello complessivo delle Amministrazioni pubbliche (inclusi gli Stati e le Amministrazioni locali) è sceso dal 4,8 al 4,4 per cento. Alla fine dell'anno fiscale 2005 il debito federale complessivo era salito al 64,3 per cento del prodotto (63,7 nel 2004) e quello collocato sul mercato al 37,4 per cento (37,2 nel 2004).

Secondo la proposta di bilancio presentata dall'Amministrazione lo scorso febbraio, nell'anno fiscale 2006 il deficit dovrebbe peggiorare al 3,2 per cento del prodotto.

*Oltre agli esborsi destinati alla ricostruzione delle aree colpite dagli uragani nell'autunno del 2005 (54 miliardi, secondo le stime del Congressional Budget Office - CBO) e alle maggiori spese associate alla riforma, in vigore dal 1° gennaio del 2006, del programma Medicare (30 miliardi, secondo le stime del CBO), l'Amministrazione ha proposto maggiori stanziamenti per le spese militari e di sicurezza interna per circa 45 miliardi; il valore complessivo di questi maggiori esborsi ammonta a oltre un punto percentuale del PIL.*

Dopo il rallentamento dell'attività produttiva negli ultimi mesi dello scorso anno, nel primo trimestre del 2006 il ritmo di crescita del prodotto è salito al 5,3 per cento in ragione d'anno. La forte ripresa dei consumi (5,2 per cento), sospinti dal netto recupero della domanda di beni durevoli, è stata favorita dall'espansione dell'occupazione. Si sono rafforzati gli investimenti fissi (9,3 per cento) ed è migliorato il contributo alla crescita del settore estero, grazie alla dinamica delle esportazioni (14,7 per cento). A fronte di un aumento del reddito reale disponibile pari al 2,1 per cento, il saggio di risparmio delle famiglie è sceso a -1,3 per cento.

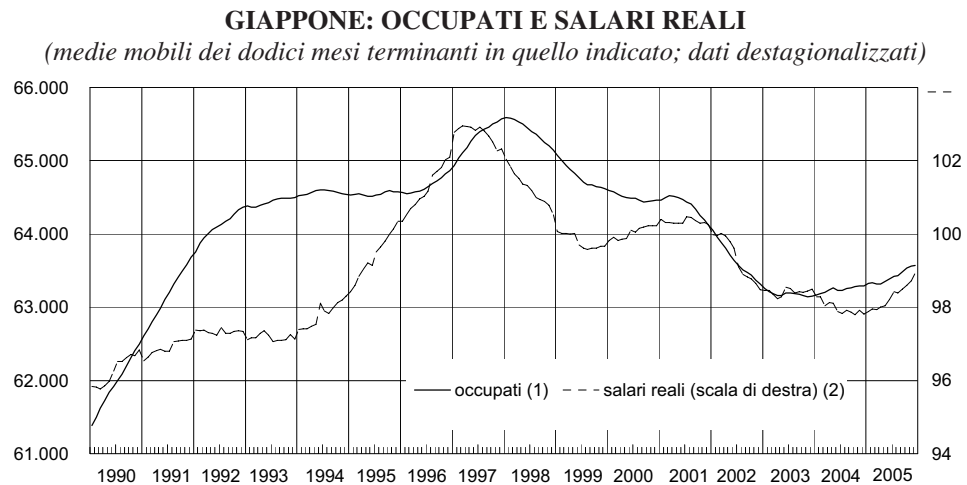
### ***L'economia giapponese***

Nel 2005 la crescita in Giappone è salita al 2,6 per cento (2,3 nel 2004), grazie al netto rafforzamento delle componenti interne della domanda. Dal-

la primavera dello scorso anno le esportazioni sono tornate a espandersi a un ritmo elevato, sospinte dalla ripresa del ciclo internazionale dei beni ad alta tecnologia e dal guadagno di competitività indotto dal deprezzamento dello yen.

L'espansione dei consumi delle famiglie (2,1 per cento) è stata sostenuta dal miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro (fig. A3). Nel corso del 2005 si è arrestata la tendenza a sostituire i lavoratori a tempo pieno con quelli a tempo parziale (fig. A4); le migliorate condizioni contrattuali hanno favorito un aumento dei salari nominali (0,6 per cento), dopo quattro anni di continue flessioni.

Fig. A3



Fonte: Ministry of Labour e Ministry of Internal Affairs.  
(1) Migliaia di unità. - (2) Indice: 2000=100.

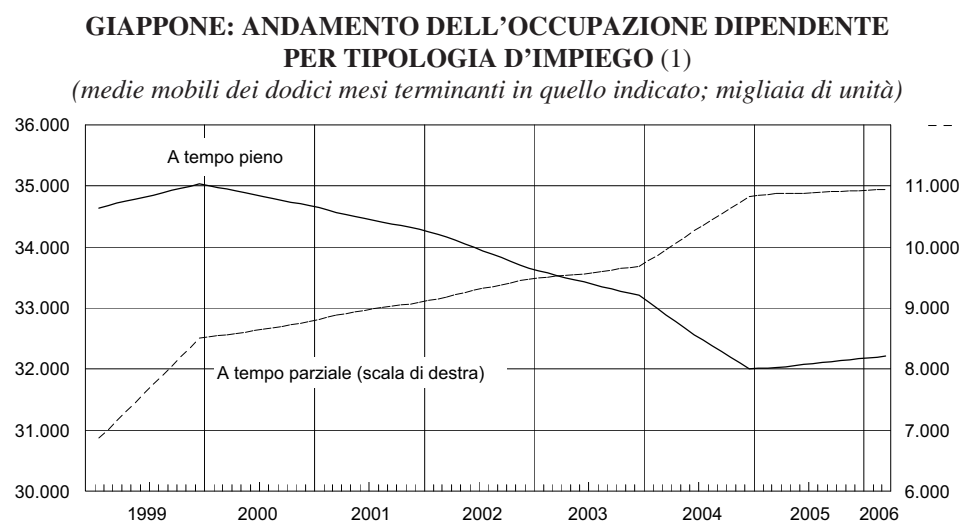
*Il consolidamento della situazione patrimoniale e la elevata profittabilità delle imprese hanno dato impulso agli investimenti privati non residenziali, cresciuti del 7,7 per cento (4,9 nel 2004). Hanno invece continuato a diminuire quelli pubblici (-6,0 per cento). Nella seconda metà del 2005 anche gli investimenti residenziali hanno mostrato segni di ripresa, favoriti dalla stabilizzazione dei prezzi degli immobili.*

Il rafforzamento della domanda e il rincaro dell'energia hanno fermato il ribasso dei prezzi. Negli ultimi mesi del 2005 l'indice dei prezzi al consumo è tornato a registrare variazioni positive.

Nel marzo del 2006 la Banca del Giappone, prendendo atto del venire meno delle tendenze deflazionistiche che avevano caratterizzato l'economia negli ultimi anni, ha modificato l'obiettivo operativo della politica monetaria. La strategia incentrata sull'espansione della liquidità seguita dal 2001, basata su un livello di riferimento del saldo dei conti correnti delle

istituzioni finanziarie presso la banca centrale, è stata abbandonata a favore di un obiettivo di tasso di interesse overnight, che è stato fissato in prossimità dello zero.

Fig. A4



Fonte: Ministry of Labour.

(1) Sono esclusi i lavoratori interinali e simili.

*La banca centrale ha anche reso noto che l'obiettivo di stabilità dei prezzi nel medio e lungo termine viene ritenuto coerente con un tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo compreso fra lo zero e il 2 per cento. La scelta di utilizzare l'indice dei prezzi al consumo è avvalorata da studi dell'istituto nazionale di statistica che mostrano come l'indicatore non presenti distorsioni significative e meglio di altri rifletta l'andamento dei prezzi su cui gli operatori economici basano le decisioni. L'intervallo indicato tiene conto del fatto che l'economia giapponese ha storicamente registrato un'inflazione inferiore a quella degli altri paesi industriali.*

Nel 2005 la base monetaria è cresciuta a tassi prossimi all'1 per cento, decelerando rispetto al 4,2 del 2004. La crescita dell'aggregato ampio di moneta (M2+CD) è rimasta nel corso del 2005 su valori prossimi al 2 per cento. Dalla scorsa estate il credito bancario al settore privato ha ripreso a espandersi, fino all'1,1 per cento sui dodici mesi in dicembre, segnando una ulteriore accelerazione, all'1,5 per cento, nei primi mesi del 2006; era dal 1998, quando l'indicatore è stato pubblicato per la prima volta, che non si registravano variazioni positive.

L'abbondante liquidità, di molto superiore a quella necessaria a mantenere i tassi d'interesse a breve termine vicini allo zero, verrà riassorbita nei prossimi mesi. Dall'annuncio del cambiamento della strategia di politica monetaria il saldo dei conti correnti delle istituzioni finanziarie presso la banca centrale si è pressoché dimezzato, a 17.000 miliardi di yen in maggio.

Secondo le previsioni della banca centrale, rese pubbliche alla fine di aprile, il tasso d'inflazione dei prezzi al consumo, al netto dei prodotti alimentari freschi, si dovrebbe collocare allo 0,6 per cento nell'anno fiscale appena iniziato. I tassi d'interesse a tre mesi impliciti nei contratti futures sugli eurodepositi in yen segnalano che gli operatori si attendono un aumento complessivo dei tassi di riferimento di 50 punti base entro la fine del 2006.

La politica di bilancio ha assunto nel 2005 un orientamento lievemente meno espansivo rispetto all'anno precedente. Secondo le recenti stime dell'OCSE il disavanzo pubblico è sceso al 5,2 per cento del prodotto, dal 6,3 nel 2004; al netto degli effetti del ciclo, il miglioramento è stato pressoché nullo. La legge di bilancio per l'anno fiscale 2006 prevede sia un'ulteriore riduzione della spesa, anche in conseguenza di nuovi tagli agli investimenti pubblici, sia un aumento delle entrate, per effetto del venir meno di alcuni sgravi fiscali concessi alle famiglie e alle imprese. Secondo le stime del governo nell'anno fiscale 2006 il disavanzo primario dovrebbe scendere al 2,8 per cento del PIL, valore di mezzo punto percentuale inferiore a quello dell'anno precedente, insufficiente a stabilizzare l'elevato debito pubblico (158,9 per cento del PIL).

Dopo la forte accelerazione nell'ultimo trimestre dello scorso anno, nel primo del 2006 il prodotto ha rallentato all'1,9 per cento in ragione d'anno. In base al sondaggio Tankan dello scorso marzo, le imprese prevedono una moderata espansione dei piani di investimento nell'anno fiscale in corso, terminante nel marzo del 2007; ritengono, anche, di avere pressoché riassorbito l'eccesso di forze di lavoro e di capacità produttiva.

### ***La UE e il grado di convergenza economica raggiunto dai paesi nuovi membri***

All'interno dell'Unione europea (UE) gli andamenti economici hanno continuato a essere differenti. Nel complesso la crescita del PIL è diminuita all'1,6 per cento nel 2005 (2,4 nel 2004). Nell'area dell'euro il rallentamento all'1,3 per cento (2,0 nel 2004) ha riflesso l'indebolimento della domanda interna e delle esportazioni nella prima metà dell'anno; l'inflazione al consumo si è mantenuta stabile, su valori poco superiori al 2 per cento (cfr. la sezione: *Reddito, prezzi e bilancia dei pagamenti*).

Nel Regno Unito la diminuzione della crescita, all'1,8 per cento (3,1 nel 2004), è dovuta principalmente alla decelerazione dei consumi privati, che hanno risentito della stasi dei prezzi delle abitazioni e degli effetti ritardati della restrizione monetaria attuata nel 2004. La Banca d'Inghilterra, dopo aver diminuito il tasso ufficiale di 25 punti base nell'agosto del 2005, al 4,5 per cento, ha successivamente mantenuto invariate le

condizioni monetarie. Nell'esercizio finanziario 2005-06 conclusosi nel marzo scorso, il fabbisogno complessivo del settore pubblico è diminuito solo leggermente, al 3,2 per cento del PIL, nonostante gli accresciuti introiti derivanti dalla tassazione delle imprese. Il debito pubblico, nella definizione coerente con i criteri del Trattato di Maastricht, si è collocato alla fine dello scorso marzo al 42,6 per cento del PIL, dal 40,8 di un anno prima. Anche in Svezia la crescita del PIL è diminuita, al 2,7 per cento (3,7 nel 2004). Questo andamento ha riflesso il venir meno del contributo, particolarmente cospicuo nel 2004, fornito dal settore estero, mentre la domanda per consumi e investimenti privati si è rafforzata, sospinta dalle favorevoli condizioni finanziarie. L'ampio avanzo del bilancio pubblico, pari al 2,9 per cento del PIL nel 2005 (1,8 nel 2004), è in parte dovuto a misure fiscali temporanee, che hanno aumentato l'imposizione sui profitti delle imprese.

Nei dieci paesi divenuti membri della UE nel maggio del 2004 lo sviluppo economico è proseguito, nel 2005, a ritmi generalmente elevati, intorno al 4,6 per cento nel complesso (5,1 nel 2004), un valore superiore di oltre tre punti percentuali a quello medio dell'area dell'euro (tav. A2).

Tav. A2

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

Paesi	PIL (1)		Prezzi al consumo (2)		Saldo corrente della bilancia dei pagamenti (3)		Saldo di bilancio delle amministra- zioni pubbliche (3)		Debito lordo delle amministra- zioni pubbliche (3)		Tassi di interesse a lungo termine (4)	
	2004	2005	dic. 2005	mar. 2006	2004	2005	2004	2005	2004	2005	dic. 2005	mar. 2006
Cipro .....	3,9	3,8	2,0	2,0	-5,3	-5,7	-4,1	-2,4	71,7	70,3	5,16	4,65
Estonia .....	7,8	9,8	4,1	4,1	-12,7	-10,6	1,5	1,6	5,4	4,8	3,98	3,93
Lettonia .....	8,5	10,2	6,9	7,0	-12,9	-12,4	-0,9	0,2	14,6	11,9	3,88	3,75
Lituania .....	7,0	7,5	2,7	2,7	-7,9	-7,0	-1,5	-0,5	19,5	18,7	3,70	3,66
Malta .....	-1,5	2,5	2,5	2,6	-9,6	-12,9	-5,1	-3,3	76,2	74,7	4,56	4,47
Polonia .....	5,3	3,2	2,2	1,5	-4,2	-1,5	-3,9	-2,5	41,9	42,5	5,22	4,99
Repubblica Ceca	4,7	6,0	1,6	1,9	-6,0	-2,3	-2,9	-2,6	30,6	30,5	3,51	3,46
Slovacchia .....	5,5	6,0	2,8	3,2	-3,4	-8,5	-3,0	-2,9	41,6	34,5	3,52	3,51
Slovenia .....	4,2	3,9	2,5	2,3	-2,0	-1,1	-2,3	-1,8	29,5	29,1	3,81	3,77
Ungheria .....	4,6	4,1	3,5	3,2	-8,4	-7,4	-5,4	-6,1	57,1	58,4	6,60	6,56
<i>Per memoria:</i>												
Area dell'euro	2,0	1,3	2,2	2,2	0,6	-0,3	-2,8	-2,4	69,8	70,8	3,42	3,39

Fonte: BCE, Commissione europea, Eurostat.

(1) Tassi di crescita medi annui. – (2) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. Variazione media dei prezzi su un periodo di 12 mesi terminante in quello indicato. – (3) In rapporto al PIL. – (4) Media su un periodo di 12 mesi terminante in quello indicato. Per l'Estonia, in mancanza di dati armonizzati, tasso dei prestiti bancari a società non finanziarie e famiglie con maturità superiore ai 5 anni.

*In Polonia l'attività economica ha rallentato, dal 5,3 al 3,2 per cento, risentendo dell'indebolimento dei consumi. È rimasta invece sostenuta negli altri paesi dell'Europa centrale e orientale, decelerando lievemente in Ungheria (4,1 per cento) e in Slovenia (3,9 per cento) e rafforzandosi in Slovacchia (6 per cento) e nella Repubblica Ceca (6 per cento), dove ha beneficiato della forte espansione delle esportazioni. Nelle repubbliche baltiche, dove il rapido sviluppo del credito interno ha continuato a sospingere la domanda privata, la crescita è salita al 10 per cento circa in Estonia e in Lettonia, si è attestata al 7,5 per cento in Lituania.*

Nell'ultimo biennio il processo di convergenza macroeconomica verso valori compatibili con i requisiti previsti per l'adozione della moneta unica non è stato omogeneo. Mentre in alcuni paesi sono stati conseguiti significativi progressi nella riduzione dell'inflazione, nelle repubbliche baltiche la rapida diminuzione dei tassi d'interesse, favorita anche dalle aspettative di ingresso nell'area dell'euro, non ha consentito di contenere a sufficienza le pressioni al rialzo dei prezzi. Nei tre maggiori paesi (Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria) la convergenza è più lenta anche a causa degli squilibri dei conti pubblici, particolarmente gravi in Ungheria.

*La situazione dei conti pubblici è ulteriormente peggiorata in Ungheria, dove il disavanzo di bilancio, dal 5,4 per cento del PIL nel 2004, ha superato il 6 nel 2005. Le prospettive di correzione sono incerte data l'assenza di un credibile piano di risanamento. Lo stock del debito, da un valore intorno al 50 per cento del PIL all'inizio di questo decennio, potrebbe superare il 60 nel prossimo biennio.*

Mentre durante la prima metà del 2004 i prezzi al consumo nei dieci paesi avevano teso ad accelerare, anche a causa dell'aumento dei prezzi amministrati e del rincaro dell'energia, successivamente il processo di riduzione dell'inflazione è ripreso in tutti i paesi, tranne che nelle tre repubbliche baltiche.

*In Lettonia, Estonia e Lituania l'inflazione è salita nell'ultimo anno (media dei dodici mesi terminanti nel marzo del 2006) rispettivamente al 7,0, 4,1 e 2,7 per cento, valori superiori a quello di riferimento (2,6 per cento) per soddisfare il criterio di convergenza stabilito nei Trattati. L'andamento dei prezzi rimane elevato anche in Ungheria (3,2 per cento) e nella Slovacchia (3,2 per cento). In Slovenia, invece, il tasso dell'inflazione, dai valori elevati degli anni precedenti, è sceso al 2,3 per cento; in Polonia, nella Repubblica Ceca e a Cipro esso è stato inferiore (rispettivamente 1,5, 1,9 e 2,0 per cento) a quello prevalente nell'area dell'euro.*

Nei paesi baltici l'espansione del credito e della domanda interna ha indotto crescenti squilibri finanziari del settore privato. Disavanzi ampi e persistenti del conto corrente della bilancia dei pagamenti sono pure presenti in Slovacchia e in Ungheria, riflettendo in quest'ultimo caso principalmente lo squilibrio dei conti pubblici.

Nella maggior parte dei paesi nuovi membri della UE si è registrata nell'ultimo biennio una rapida convergenza dei tassi d'interesse a breve e a lungo termine verso i valori prevalenti nell'area dell'euro; vi hanno contribuito le aspettative di adesione alla moneta unica e il permanere di condizioni finanziarie distese a livello internazionale. Solo in Ungheria nel 2005, a causa del peggioramento, corrente e prospettico, dei conti pubblici, si sono registrate tensioni sui mercati finanziari.

Tra il giugno del 2004 e l'aprile del 2005 sei paesi (Estonia, Lituania e Slovenia, seguiti da Cipro, Lettonia e Malta) hanno aderito agli Accordi europei di cambio II (AEC II); la Slovacchia è entrata a farne parte nel novembre del 2005. Nei primi sei paesi, con un regime di cambio già sostanzialmente fisso nei confronti dell'euro, nel 2005 si sono manifestate pressioni all'apprezzamento delle valute nazionali, contrastate mediante l'accumulo di riserve ufficiali. Negli altri paesi il tasso di cambio si è apprezzato nei confronti dell'euro, contribuendo a contenere le pressioni inflazionistiche. Ha fatto eccezione l'Ungheria, dove il fiorino si è indebolito a causa degli elevati disavanzi del bilancio pubblico e del conto corrente della bilancia dei pagamenti.

Nel marzo del 2006 la Slovenia e la Lituania, che avevano aderito agli AEC II nel giugno del 2004 assieme all'Estonia, hanno avanzato richiesta affinché venga valutato dalla UE il grado della loro convergenza economica, ai fini della eventuale adozione della moneta unica. Alla metà di maggio la BCE e la Commissione hanno reso pubblici i rispettivi rapporti sulla situazione della convergenza dei due paesi che verranno presi in esame, per una decisione finale, dal Consiglio europeo di giugno e da quello ECOFIN di luglio.

### ***Le principali economie emergenti***

*Cina.* – Nel 2005 l'economia cinese ha continuato a espandersi a un ritmo molto elevato. In base al nuovo sistema di contabilità nazionale (cfr. il capitolo: *L'economia internazionale*, in *Bollettino economico* n. 46, 2006) il PIL è aumentato del 9,9 per cento lo scorso anno, un incremento analogo a quello medio del precedente biennio (10,1 per cento) e appena superiore a quello del decennio 1993-2002 (9,8 per cento).

Il ritmo di sviluppo di lungo termine dell'economia cinese, seppure ragguardevole, non appare eccezionale se rapportato all'esperienza storica di altri paesi dell'Asia (cfr. il capitolo della sezione A: *La congiuntura e le politiche economiche* nella Relazione sul 2004). In Cina il rapido aumento della produttività del lavoro nell'ultimo ventennio è ascrivibile pressoché in pari misura all'accumulazione di capitale fisico e a guadagni di effi-

cienza tecnica, peraltro solo in piccola parte riconducibili alla riallocazione delle risorse produttive dall'agricoltura all'industria.

L'attività produttiva ha tratto ancora impulso dalla forte crescita degli investimenti, pari al 25,7 per cento in termini nominali nello scorso anno (26,0 nel 2004). La decelerazione dell'accumulazione in alcuni settori industriali ha contribuito al rallentamento delle importazioni di materie prime e di prodotti intermedi, soprattutto nella prima metà dell'anno; dall'estate scorsa, tuttavia, gli investimenti sono tornati a crescere a ritmi molto elevati, nonostante le misure restrittive adottate dalle autorità nella primavera del 2004.

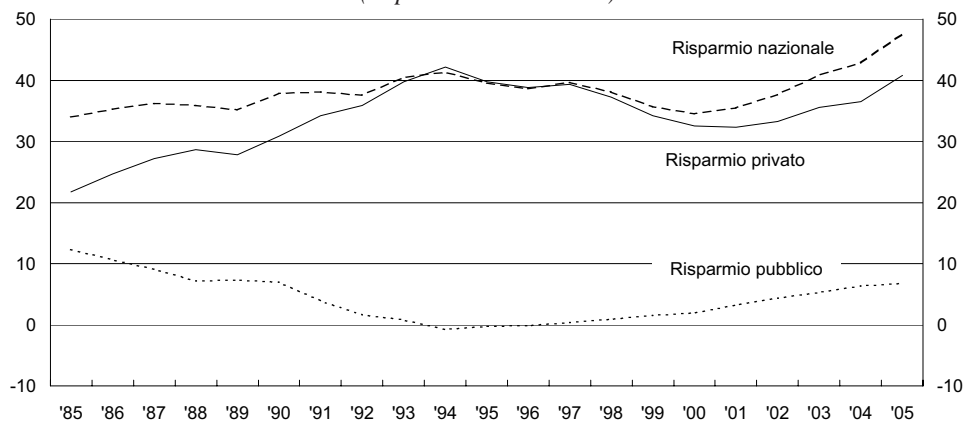
Si è rafforzato il contributo fornito alla crescita dal settore estero, riflettendo sia il proseguimento della elevata dinamica delle esportazioni (28,5 per cento in termini nominali), sia la decelerazione delle importazioni (17,6 per cento). Nel 2005 l'avanzo commerciale della bilancia dei pagamenti ha superato i 130 miliardi di dollari (6 per cento del PIL), da circa 60 miliardi nell'anno precedente.

Pur in presenza di una espansione rapida del credito e della moneta, l'inflazione al consumo si è mantenuta assai bassa, pari nell'aprile del 2006 all'1,2 per cento sui dodici mesi, soprattutto per il rallentamento dei prezzi dei prodotti alimentari.

Gli investimenti, che rappresentano una quota preponderante e crescente del prodotto, pari al 43 per cento nel 2004 (36 nel 2000), sono stati finanziati sempre più dal risparmio delle imprese, che nel 2005 hanno alimentato con fondi propri il 54 per cento degli investimenti. Secondo le stime del Fondo monetario internazionale nel 2005 il risparmio nazionale lordo dovrebbe essere salito al 47 per cento del PIL (fig. A5).

Fig. A5

**CINA: COMPOSIZIONE DEL RISPARMIO NAZIONALE (1)**  
(in percentuale del PIL)



Fonte: FMI.  
(1) Al lordo degli ammortamenti.

Il risparmio delle famiglie rappresenta oltre un terzo di quello nazionale; la propensione al risparmio appare molto alta, anche nel confronto con paesi con analogo livello di sviluppo economico e con una quota elevata della popolazione residente in zone rurali (pari a circa il 60 per cento in Cina). Con l'avvio delle riforme alla fine degli anni settanta, l'incidenza dei consumi privati sul prodotto, pari al 50 per cento all'inizio degli anni ottanta, si è progressivamente ridotta, scendendo negli anni più recenti attorno al 40 per cento.

*Sulla base dell'indagine presso le famiglie cinesi, condotta a livello provinciale dall'istituto nazionale di statistica, la propensione al risparmio viene attualmente stimata attorno al 26 per cento circa del reddito disponibile. Quella delle famiglie che risiedono nelle zone rurali risulta in media più elevata e mostra una dispersione maggiore tra province rispetto a quella delle famiglie urbane, che pure è cresciuta stabilmente nel corso degli ultimi dieci anni. Un esercizio econometrico del Servizio Studi, che utilizza i dati dell'indagine sulle famiglie urbane e rurali nelle 31 province cinesi nel periodo 1992-2004, mette in evidenza come, soprattutto nelle aree rurali, il risparmio rifletta in larga misura motivazioni precauzionali e la presenza di vincoli di liquidità. Alla crescente incertezza sui redditi futuri si aggiunge quella derivante dalla profonda inadeguatezza dei sistemi previdenziale e sanitario; sulle famiglie, inoltre, grava l'onere di elevate spese per l'istruzione dei figli. In assenza di beni fungibili come garanzie, l'accesso al credito è pressoché precluso alle famiglie rurali. Le famiglie che risiedono nelle aree urbane godono in media di condizioni di vita migliori, il loro reddito pro capite è circa il triplo di quello prevalente nelle aree rurali; hanno accesso a occupazioni meglio retribuite e a un maggior numero di servizi sociali; la loro propensione al risparmio risulta più strettamente correlata con deviazioni transitorie e inattese del reddito.*

*Le disparità di reddito tra famiglie rurali e urbane tendono a essere perpetuate dalle restrizioni poste dalle autorità alle migrazioni interne, attraverso un sistema di registrazione anagrafica, che, da un lato, rende molto difficile alla popolazione rurale ottenere la residenza nelle aree urbane e, dall'altro, preclude ai non residenti, già discriminati sul mercato del lavoro, l'accesso ai servizi locali (abitazione, scuola, sanità).*

Nel 2005, a fronte di un indebolimento dei flussi di capitale dall'estero nel comparto di portafoglio, quelli per investimenti diretti sono rimasti cospicui (60 miliardi dollari, come nel 2004), esercitando, assieme all'ampliamento dell'avanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti, pressioni al rialzo sul renminbi; queste sono state contrastate dalle autorità attraverso un ulteriore accumulo di riserve ufficiali (cfr. il capitolo: *I mercati finanziari e valutari internazionali*).

Nel primo trimestre del 2006 la crescita del prodotto in Cina è risultata ancora molto elevata, pari al 10,2 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2005. L'avanzo commerciale è salito a 23 miliardi di dollari, da 17 miliardi nello stesso periodo dell'anno precedente.

Nell'aprile scorso le autorità hanno aumentato il tasso sui prestiti bancari a dodici mesi di 27 punti base, al 5,85 per cento, misura tuttavia non

sufficiente a contrastare la forte espansione del credito, e hanno annunciato nuovi provvedimenti di liberalizzazione dei movimenti di capitale per alcuni operatori nazionali, come banche, intermediari finanziari e compagnie assicurative; è stato inoltre ampliato l'ammontare massimo di valuta estera che i residenti possono detenere (fino a 20 mila dollari pro capite, dai precedenti 8 mila).

*India.* – Nel 2005 il prodotto ha continuato a crescere a un ritmo sostenuto, pari all'8,3 per cento (8,1 nel 2004), beneficiando soprattutto dell'espansione nel settore terziario (10 per cento), in particolare nel comparto delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione, assai competitivo a livello internazionale. L'elevato ritmo di sviluppo del settore manifatturiero (oltre il 9 per cento) ha tratto impulso anche dall'accelerazione delle esportazioni di prodotti tessili e dell'abbigliamento seguita alla liberalizzazione delle importazioni da parte della UE e degli Stati Uniti avvenuta all'inizio del 2005 (cfr. il capitolo della sezione A: *I flussi commerciali e finanziari internazionali* nella Relazione sul 2004). Il prodotto agricolo, dopo la stasi del 2004, ha registrato un modesto incremento.

La struttura produttiva dell'India riflette gli aspetti contrastanti che caratterizzano quella società. Il peso dell'agricoltura e dell'economia rurale è, infatti, ancora elevato: la produzione agricola costituisce il 20 per cento del PIL e circa il 70 per cento degli abitanti risiede in aree rurali, spesso in condizioni di povertà estrema e senza disporre dei servizi pubblici essenziali. Nonostante il miglioramento dell'ultimo decennio, il 25 per cento della popolazione indiana, circa 270 milioni di persone, vive al di sotto della soglia di povertà (a fronte del 36 per cento, circa 320 milioni di persone, nel 1994); il tasso di analfabetismo è ancora molto alto, soprattutto nelle aree rurali e tra la popolazione femminile adulta, il cui tasso di scolarizzazione è tra i più bassi al mondo. Di contro, l'ampia disponibilità di risorse umane molto qualificate, alla cui formazione contribuisce un sistema scolastico di impostazione anglosassone, ha favorito una rapida espansione di alcuni comparti innovativi del settore terziario. Il peso dei servizi sul PIL ha raggiunto il 60 per cento nel 2005, valore comparabile con quello delle economie avanzate. Nel settore manifatturiero, che rappresenta appena il 14 per cento del PIL, accanto ai comparti tradizionali della trasformazione alimentare e del tessile, hanno un peso cospicuo le industrie ad alta intensità di capitale e di livello tecnologico medio (petrolchimica e meccanica), ancora fortemente sussidiate dallo Stato e protette dalla concorrenza estera.

Le misure di liberalizzazione economica avviate negli anni ottanta e rafforzate nello scorso decennio hanno favorito l'accelerazione della produttività del lavoro, al ritmo medio annuo del 3,8 per cento nel 1980-2000

(2,3 nel 1960-80), dovuta principalmente ai più rapidi guadagni di efficienza tecnica. Dopo un temporaneo rallentamento nei primi anni del decennio in corso, dal 2003 il prodotto pro capite si è portato su un sentiero di sviluppo sostenuto, crescendo al ritmo del 6,2 per cento. Il livello di benessere, tuttavia, rimane molto basso: valutato sulla base del reddito pro capite alla parità del potere di acquisto (2.400 dollari all'anno), esso è pari ad appena la metà di quello cinese.

Nello scorso decennio sono state gradualmente rimosse le barriere al commercio e ai flussi finanziari internazionali che ostacolavano l'integrazione del paese nell'economia mondiale. Il grado di apertura economica rimane, tuttavia, ancora modesto nel confronto internazionale.

*Le esportazioni e le importazioni di beni e servizi dell'India sono pari al 25 per cento del PIL (valutato sulla base della parità del potere d'acquisto), una quota di molto inferiore a quella della Cina (54 per cento circa); il peso dell'India sulle esportazioni mondiali è appena dell'1,3 per cento, un quinto di quello della Cina. Anche lo stock degli investimenti diretti esteri nel paese, pari al 6 per cento del PIL, è modesto nel confronto con la situazione cinese (15 per cento).*

Nel 2005 le esportazioni di beni e servizi sono cresciute a un tasso molto elevato (24 per cento in volume), sospinte soprattutto dai servizi (48 per cento in volume), che ne rappresentano quasi la metà. A causa dei vincoli che ancora limitano l'attività degli investitori esteri e delle carenze infrastrutturali, i flussi di investimenti diretti (5,6 miliardi di dollari nel 2005) sono rimasti contenuti, pari ad appena un decimo di quelli affluiti in Cina. Il parziale allentamento dei controlli sui movimenti dei capitali e le favorevoli condizioni finanziarie a livello globale hanno invece sostenuto gli afflussi per investimenti di portafoglio.

Nell'ultimo ventennio la crescita molto rapida del reddito pro capite in paesi molto popolosi come la Cina e l'India ha avuto implicazioni significative, anche di segno opposto, sul grado di disuguaglianza nella distribuzione del reddito a livello mondiale. Da un lato, l'aumento più che proporzionale del prodotto pro capite in queste economie, da un livello di partenza molto basso, ha ridotto la disuguaglianza tra paesi. Dall'altro lato, l'aumento della sperequazione nella distribuzione individuale dei redditi all'interno della Cina e dell'India ha agito nella direzione di aumentare la disuguaglianza. Questi due effetti si sono largamente compensati e la disuguaglianza a livello mondiale, misurata sulla base dell'indice di Gini, è solo lievemente aumentata nell'ultimo ventennio.

## I MERCATI FINANZIARI E VALUTARI INTERNAZIONALI

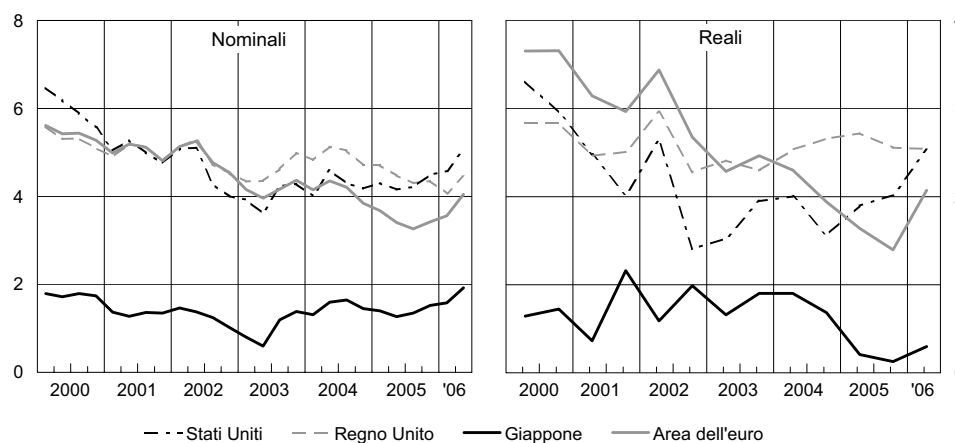
### I mercati obbligazionari

Negli Stati Uniti, a fronte del graduale rialzo dei tassi d'interesse ufficiali, i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali si sono mantenuti nel 2005 su valori inferiori a quelli prevalenti alla vigilia dell'avvio della restrizione monetaria (giugno 2004), oscillando tra il 4 e il 4,5 per cento. Tra la metà del 2004 e la fine dello scorso anno i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali a indicizzazione reale e quelli deflazionati con le aspettative di inflazione di lungo periodo desunte da *Consensus Forecasts* hanno registrato valori compresi tra l'1,5 e il 2 per cento (fig. A6).

Fig. A6

#### TASSI DI INTERESSE NOMINALI E REALI A LUNGO TERMINE (1)

(valori percentuali)



Fonte: statistiche nazionali e BCE.

(1) Rendimenti dei titoli di Stato decennali. Per l'area dell'euro, media ponderata (con gli stocks nominali di titoli) dei rendimenti nazionali. Dati medi trimestrali per i tassi nominali (i dati del II trimestre 2006 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).

Secondo un recente studio della Riserva federale, il livello dei tassi d'interesse nominali a lungo termine negli Stati Uniti rifletterebbe una forte riduzione, intervenuta negli ultimi quindici anni, dei tassi a termine impliciti nel tratto più distante della curva dei rendimenti. Lo studio scompone il tasso d'interesse overnight implicito tra dieci anni in quattro variabili distinte: il tasso d'interesse reale atteso, le aspettative d'inflazione e i premi per il rischio che gravano su queste due variabili. Tra il dicembre del 1990 e il luglio del 2005 il tasso overnight implicito tra dieci anni è sceso di 3,5 punti percentuali, al 5,1 per cento; il calo è ascrivibile, oltre che alla riduzione del tasso d'interesse reale atteso e del-

*le aspettative d'inflazione, soprattutto a una progressiva diminuzione dei premi richiesti dagli investitori per il rischio di variazioni inattese di questi due fattori. Nel periodo in esame, il tasso d'interesse reale atteso e le aspettative d'inflazione si sono ridotti di 0,6 e di un punto percentuale, all'1,6 e al 2,5 per cento, rispettivamente; i premi per il rischio sarebbero scesi di 1,6 punti, allo 0,5 per cento, per quello relativo a variazioni inattese del tasso reale e di 0,3 punti, allo 0,5 per cento, per quello relativo all'inflazione.*

*La diminuzione delle aspettative d'inflazione e dei premi per il rischio sarebbe stata favorita sia dalla accresciuta capacità della politica monetaria di conseguire variazioni stabili e contenute dei prezzi, anche grazie a una maggiore credibilità e trasparenza, sia da alcuni mutamenti strutturali. Tra questi ultimi, i miglioramenti intervenuti nella gestione delle scorte da parte delle imprese e l'accresciuta flessibilità del mercato del lavoro avrebbero contribuito a contenere la variabilità della crescita del prodotto.*

Dalla fine del 2005 i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali hanno segnato un rialzo, pressoché parallelo a quello dei tassi d'interesse a breve termine, per complessivi 0,7 punti percentuali, fino al 5,1 per cento. La pendenza della curva per scadenza dei rendimenti a pronti degli Stati Uniti, misurata dal differenziale tra il tasso d'interesse a dieci anni e quello a tre mesi, divenuta lievemente negativa nel dicembre del 2005, è rimasta da allora prossima a zero.

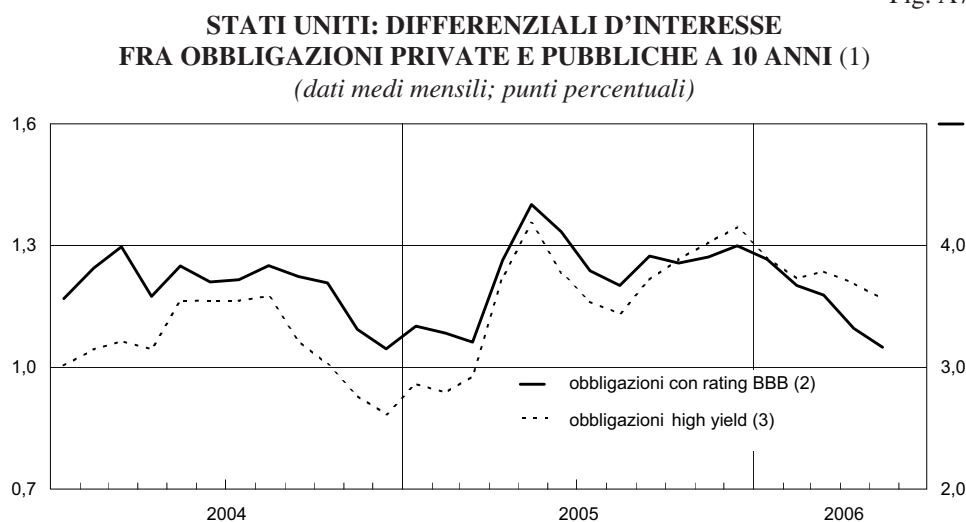
*Una pendenza negativa della curva per scadenza segnala, in genere, il rischio di una recessione economica. Tuttavia, indicazioni contrarie all'ipotesi di un'imminente inversione ciclica dell'economia statunitense provengono sia dalle previsioni degli analisti sia dai tradizionali indicatori finanziari anticipatori del ciclo economico, quali l'andamento sostenuto e la bassa variabilità dei corsi azionari e il livello contenuto dei differenziali di rendimento tra le obbligazioni societarie e quelle pubbliche (cfr. il riquadro: I mercati finanziari, in Bollettino Economico, n. 46, 2006).*

Il differenziale d'interesse tra le obbligazioni pubbliche decennali statunitensi e quelle dell'area dell'euro si è ampliato, tra l'autunno del 2004 e quello dello scorso anno, da valori pressoché nulli fino a 1,2 punti percentuali, stabilizzandosi successivamente attorno a 1,1 punti; il 18 maggio 2006 i tassi a lungo termine nell'area dell'euro si collocavano al 4 per cento (cfr. la sezione: *La politica monetaria, gli intermediari e i mercati monetari e finanziari*). Anche il differenziale d'interesse tra le obbligazioni pubbliche decennali statunitensi e quelle del Regno Unito, che nell'autunno del 2004 era negativo per 0,8 punti percentuali, è salito gradualmente, diventando positivo nel settembre dello scorso anno e attestandosi a 0,5 punti dall'aprile del 2006. In Giappone i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali, che dalla fine del 2004 si erano mantenuti al di sotto dell'1,5 per cento, dalla scorsa estate hanno registrato un aumento e da aprile dell'anno in corso si sono mantenuti al 2,0 per cento, il livello più elevato dal 1998, riflettendo le attese di un'imminente inversione in senso restrittivo dell'orientamento della

politica monetaria e il rialzo dei tassi d'interesse a lungo termine negli Stati Uniti (fig. A6).

Nel corso del 2005 i premi per il rischio richiesti sulle obbligazioni private statunitensi, dopo un temporaneo rialzo in primavera connesso con l'acuirsi delle difficoltà del settore automobilistico, si sono mantenuti su valori contenuti. Vi ha contribuito l'ulteriore rafforzamento delle condizioni reddituali e patrimoniali delle imprese, segnalato anche dalla diminuzione dei casi di insolvenza e dal miglioramento del saldo tra aumenti e declassamenti del merito di credito da parte delle agenzie specializzate. Per le obbligazioni delle imprese con elevato merito di credito il differenziale di rendimento rispetto ai titoli del Tesoro decennali si è attestato dalla scorsa estate attorno a 1,2 punti percentuali, quello delle imprese high yield a 3,9 punti (fig. A7). Nei primi mesi del 2006 quest'ultimo ha registrato un calo, favorito dalla ricerca di rendimenti più alti da parte degli operatori, collocandosi il 18 maggio a 3,3 punti percentuali, nonostante il concomitante aumento dei tassi sui titoli pubblici.

Fig. A7



Fonte: Merrill Lynch.

(1) I dati relativi a maggio 2006 si riferiscono ai primi 9 giorni del mese. – (2) Scala di sinistra. – (3) Scala di destra.

*Nel 2005 le imprese statunitensi hanno ulteriormente rafforzato le loro condizioni patrimoniali e reddituali. Nella media dell'anno, i profitti delle società non finanziarie, pur in rallentamento rispetto al biennio precedente, sono ancora aumentati a ritmi sostenuti (cfr. il capitolo: La congiuntura e le politiche economiche); il margine operativo netto delle stesse imprese è aumentato del 15 per cento (rispetto al 5,5 per cento annuo nella media dello scorso decennio). La redditività ha consentito alle imprese di continuare a finanziare gli investimenti produttivi facendo ricorso a fondi generati internamente; 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 110 per cento. Le società non finanziarie hanno continuato a ridurre il proprio indebitamento, sceso dall'82 all'80 per cento del valore aggiunto da esse generato (nel 2001 aveva raggiunto un picco del 90 per*

cento); 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 lievemente aumentata, dal 31,8 al 32,9 per cento; il rapporto tra oneri finanziari e margine operativo netto si è ulteriormente ridotto, al 16 per cento.

Nel Regno Unito i premi per il rischio sulle obbligazioni emesse dalle imprese con elevato merito di credito hanno registrato un marcato rialzo, pari a 0,5 punti percentuali, a 1,5 punti tra il marzo e il maggio del 2005; successivamente si sono stabilizzati su valori di poco inferiori. In Giappone, nonostante il rialzo dei tassi a lungo termine, i premi per il rischio sulle obbligazioni societarie sono rimasti su livelli molto contenuti.

### ***I mercati azionari***

Dopo i lievi rialzi dell'anno precedente, nel 2005 i corsi di borsa hanno registrato una crescita, modesta negli Stati Uniti, più rapida nell'area dell'euro, nel Regno Unito e in Giappone. Vi hanno contribuito la dinamica sostenuta degli utili delle imprese, risultato anche delle profonde ristrutturazioni effettuate negli ultimi anni, la crescita dell'economia mondiale, l'abbondante liquidità internazionale.

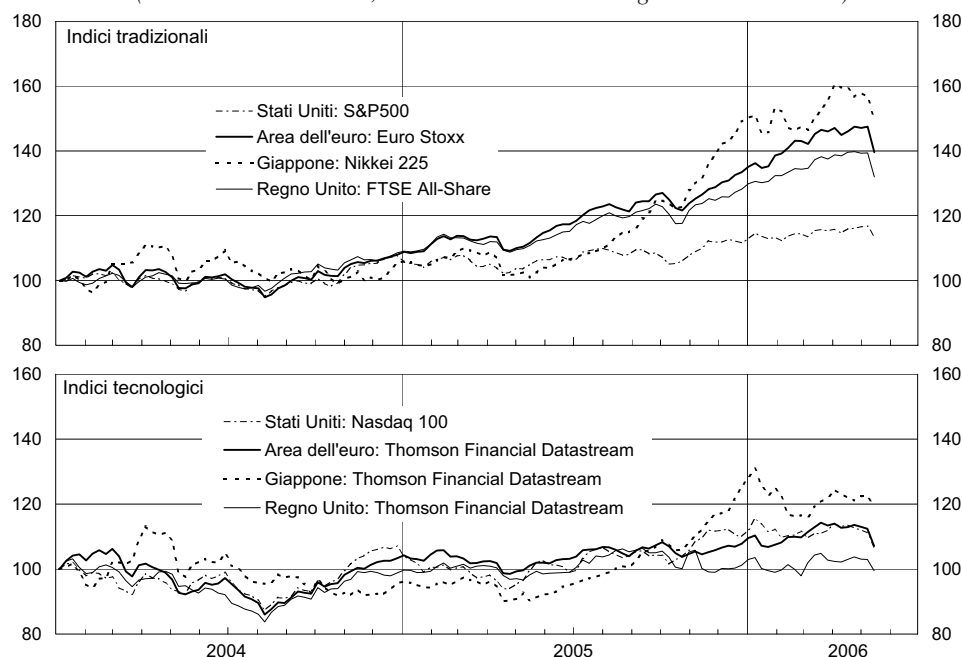
Nei primi dieci mesi del 2005 i corsi azionari statunitensi sono rimasti sostanzialmente stabili. Dalla fine dello scorso ottobre l'indice Standard & Poor's 500 è aumentato del 5 per cento, l'indice tecnologico Nasdaq 100 pur con ampie oscillazioni è rimasto invariato (fig. A8). Gli elevati profitti realizzati nel 2005 sono stati utilizzati per operazioni di riacquisto di azioni proprie e per distribuire dividendi elevati. Nel 2005 il numero di prime quotazioni in borsa è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al 2004, a 200 unità; tale valore rimane molto al di sotto dei livelli medi annui (pari a oltre 500 unità) registrati nella seconda metà degli anni novanta.

Grazie alla dinamica degli utili osservata negli ultimi anni, il rapporto tra i corsi azionari e gli utili correnti, che pur tra oscillazioni è in calo dal 2002, dall'inizio del 2005 è ancora diminuito, collocandosi nella seconda decade di maggio a circa 19, un valore prossimo a quello medio degli ultimi trenta anni (pari a 18).

Dall'inizio del 2005 le borse europee hanno segnato rialzi consistenti: l'indice Dow Jones Euro Stoxx è aumentato del 27 per cento; nel Regno Unito l'indice FTSE All Share è salito del 20 (cfr. la sezione: *La politica monetaria, gli intermediari e i mercati monetari e finanziari*). In Giappone l'indice Nikkei 225 è cresciuto del 40 per cento, trainato dal comparto dei titoli bancari, che ha segnato un incremento del 53 per cento, sospinto dal miglioramento della situazione patrimoniale delle maggiori banche.

Fig. A8

**INDICI AZIONARI NEGLI STATI UNITI, IN GIAPPONE,  
NELL'AREA DELL'EURO E NEL REGNO UNITO (1)**  
(dati medi settimanali; indici: 1° settimana di gennaio 2004=100)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) L'ultimo dato disponibile è quello della settimana terminante il 19 maggio 2006.

Nell'ultimo biennio i mercati finanziari sono stati caratterizzati sia nei paesi avanzati sia in quelli emergenti da una bassa variabilità dei corsi azionari, obbligazionari e valutari. Questa situazione non è priva di precedenti negli ultimi cinque-dieci anni; ciò che la rende inusuale è la simultaneità del fenomeno su un numero elevato di mercati, in aree geografiche diverse (cfr. la sezione: *La politica monetaria, gli intermediari e i mercati monetari e finanziari*).

### ***I mercati dei derivati***

Nel 2005 il volume dei derivati trattati sui mercati organizzati ha continuato a espandersi a ritmi non dissimili da quelli dell'anno precedente, nonostante la minore incertezza circa l'azione della Riserva federale e la bassa variabilità dei corsi sui mercati finanziari. I valori nozionali dei contratti futures e delle opzioni sono aumentati del 24 per cento (27 nel 2004); le consistenze di tali contratti, quasi interamente relativi a tassi d'interesse (gli altri riguardano i tassi di cambio e gli indici azionari), hanno così raggiunto i 57.800 miliardi di dollari, pari a oltre due volte il valore del prodotto delle maggiori economie industriali. La crescita dei valori nozionali ha riflesso soprattutto la

dinamica della domanda di derivati sui tassi d'interesse a breve termine, che rappresentano la quasi totalità dei derivati su tassi d'interesse, stimolata dal mutare delle aspettative circa la rapidità con cui sarebbe proseguita la restrizione monetaria negli Stati Uniti e la possibilità di un'inversione della politica monetaria nell'area dell'euro. I futures e le opzioni denominati in dollari, che costituiscono quasi due terzi del mercato, hanno segnato una dinamica più elevata degli strumenti in euro (quasi un terzo del mercato), con tassi di crescita pari, rispettivamente, al 33 e al 10 per cento.

Anche nel 2005 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 swap, sono quelli che si stanno diffondendo più rapidamente sui mercati over-the-counter. Secondo i dati dell'International Swaps and Derivatives Association, anche lo scorso anno l'utilizzo di tali strumenti è cresciuto in misura significativa: lo stock di contratti in essere è aumentato del 103 per cento (123 nel 2004), superando i 17.000 miliardi di dollari. Sebbene la diffusione dei derivati creditizi abbia contribuito negli ultimi anni a dare maggiore robustezza ai mercati finanziari, le autorità di vigilanza esprimono preoccupazione per le carenze dell'infrastruttura operativa (documentazione incompleta, arretrati di operazioni non confermate) di tali contratti.

### ***I mercati valutari e l'oro***

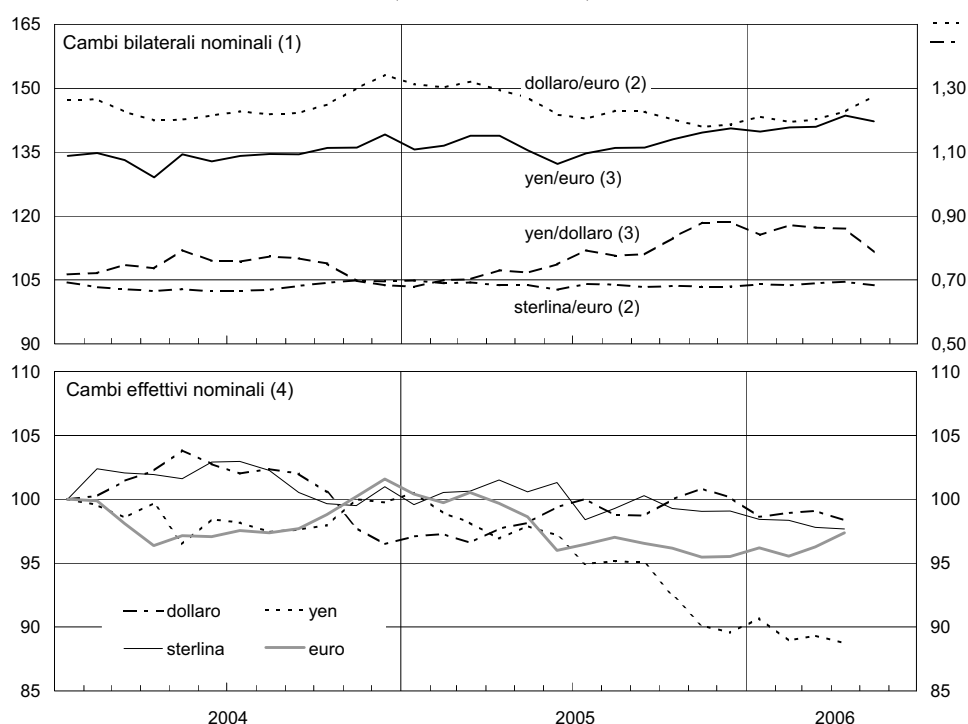
Nel corso del 2005, nonostante l'ulteriore aumento del disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti, il dollaro si è rafforzato nei confronti delle principali valute, beneficiando dell'ampliamento dei differenziali d'interesse a breve termine a favore delle attività denominate nella valuta statunitense. Nei confronti dell'euro e dello yen l'apprezzamento è stato pari, rispettivamente, al 15,5 e al 14,8 per cento (fig. A9). Sull'apprezzamento del dollaro nei confronti dello yen ha influito anche l'intensificarsi del deflusso di capitali bancari dal Giappone verso gli Stati Uniti e il proseguimento delle operazioni di arbitraggio (*carry trade*) con indebitamento a breve termine in yen e reimpiego in titoli pubblici e privati denominati in dollari, favorite dal permanere di un ampio differenziale di interesse, a breve e a lungo termine, tra le due divise. La valuta statunitense si è rafforzata anche nei confronti della sterlina, dell'8 per cento. In termini effettivi nominali il dollaro si è apprezzato del 3,5 per cento, riflettendo la sostanziale stabilità nei confronti delle valute dei paesi emergenti dell'Asia, importanti partner commerciali degli Stati Uniti.

Nei primi dieci mesi dell'anno il dollaro è rimasto stabile o si è lievemente apprezzato nei confronti dei principali paesi emergenti dell'Asia; successivamente ha subito un deprezzamento che, nei confronti

di alcune valute, è stato pronunciato. Dal novembre del 2005, la perdita complessiva di valore del dollaro è stata marcata nei confronti delle monete della Corea del Sud e della Thailandia, pari rispettivamente al 9 e al 7 per cento, più contenuta rispetto a quelle di Taiwan e delle Filippine, pari al 5 e al 4 per cento, rispettivamente. Il dollaro si è deprezzato del 4 per cento anche nei confronti del ringgit malese, dallo scorso luglio ancorato a un paniere di valute.

Fig. A9

**TASSI DI CAMBIO DELLE PRINCIPALI VALUTE**  
(dati medi mensili)



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda; i dati relativi a maggio 2006 si basano solamente sui primi 19 giorni del mese.  
 - (2) Scala di destra. - (3) Scala di sinistra. - (4) Indici: gennaio 2004=100. Un aumento indica un apprezzamento.

Il 21 luglio del 2005 la Banca centrale della Cina ha rivalutato del 2,1 per cento la parità centrale del tasso di cambio con il dollaro, a 8,11 renminbi, e ha annunciato un mutamento, nella direzione di una maggiore flessibilità, del meccanismo di determinazione del valore esterno della valuta (cfr. il riquadro: *Il nuovo regime di cambio del renminbi*, in *Bollettino Economico*, n. 45, 2005); da allora il tasso di cambio nei confronti del dollaro ha registrato un ulteriore lieve apprezzamento, pari all'1,3 per cento alla fine della seconda decade di maggio.

Per contrastare le pressioni all'apprezzamento del renminbi le autorità cinesi hanno continuato ad accumulare riserve valutarie per un am-

montare, pari a 207 miliardi di dollari, sostanzialmente identico a quello dell'anno precedente; alla fine dello scorso febbraio la Cina è divenuto il maggiore detentore al mondo di riserve valutarie (854 miliardi di dollari). Le altre economie asiatiche, invece, hanno accumulato riserve per poco più di 30 miliardi, un importo molto inferiore rispetto a quello del 2004 (120 miliardi). I paesi esportatori di petrolio hanno accresciuto le proprie riserve valutarie per oltre 115 miliardi (a fronte dei 93 nel 2004).

Tale accumulo di riserve, contrastando l'apprezzamento dei tassi di cambio delle valute di paesi con forti attivi commerciali, ha ostacolato l'avvio del processo di riassorbimento degli squilibri nei pagamenti internazionali. Lo scorso 22 aprile i Ministri delle finanze e i Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Sette (G7) hanno ribadito che i tassi di cambio devono riflettere le variabili economiche di fondo e che una eccessiva variabilità e movimenti disordinati delle valute non favoriscono la crescita economica. Inoltre è stata espressa la necessità di una maggiore flessibilità dei tassi di cambio delle valute dei paesi emergenti con avanzi commerciali significativi, come la Cina.

Il dollaro, che dall'inizio del 2006 si era stabilizzato rispetto alle principali valute, nell'ultimo mese si è deprezzato; alla fine della seconda decade di maggio aveva perso il 4 per cento nei confronti dell'euro, a 1,28 dollari, e il 5 per cento rispetto alla sterlina e alla valuta giapponese, rispettivamente a 1,88 dollari e a 112 yen.

Il prezzo dell'oro, in aumento dall'inizio del 2001, ha registrato dall'estate del 2005 una brusca accelerazione collocandosi, alla fine di aprile dell'anno in corso, a 644 dollari per oncia, un livello superiore del 50 per cento rispetto alla fine del 2004 e non discosto dal massimo storico registrato alla fine di settembre del 1980 (667 dollari per oncia). Storicamente, bruschi aumenti del prezzo dell'oro si sono verificati in periodi di elevata incertezza; hanno spesso preceduto un rialzo dell'inflazione. Nel contesto attuale gli elementi esplicativi di tale andamento sono molteplici: oltre all'incertezza determinata da fattori geopolitici, vi avrebbero contribuito l'ampia liquidità internazionale e l'attività speculativa, rilevata dall'incremento delle posizioni nette di acquisto a termine.

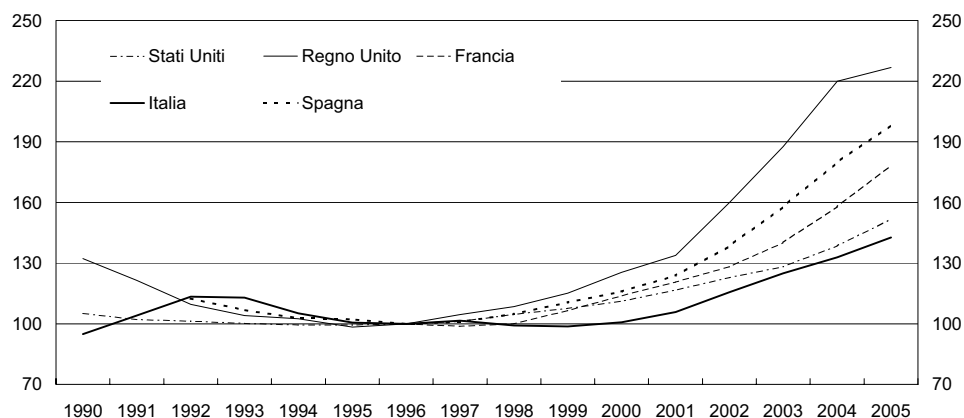
### *I prezzi delle abitazioni*

Nel 2005 negli Stati Uniti e nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro è proseguita la tendenza ascendente dei prezzi delle abitazioni (fig. A10). Depurate delle variazioni dei prezzi al consumo, le quotazioni hanno continuato a crescere a ritmi non dissimili da quelli registrati nel 2004 in Francia (13,1 per cento), in Spagna (10,2), negli Stati Uniti (9,5) e in Italia

(7,4). Nel Regno Unito i valori immobiliari, sostanzialmente invariati dalla metà del 2004, hanno ripreso ad aumentare dall'ultimo trimestre dello scorso anno; in Australia i prezzi hanno risentito della restrizione monetaria, segnando una diminuzione dell'1,1 per cento (contro un aumento del 4,1 nel 2004).

Fig. A10

**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 continuato a ristagnare; in Giappone, pur registrando un calo dell'1,5 per cento nella media del 2005, nel secondo semestre si sono stabilizzati, interrompendo una tendenza ultradecennale al ribasso.

Dal 1997 i prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti sono aumentati complessivamente del 50 per cento, al netto della variazione dei prezzi al consumo.

*Grazie al calo dei tassi di interesse nominali, che ha compensato l'aumento dei prezzi delle abitazioni, negli Stati Uniti nell'ultimo decennio il rapporto tra gli oneri per interessi sul mutuo necessario per l'acquisto di un'abitazione di medio prezzo e il reddito medio delle famiglie (indice di accessibilità) si è mantenuto su un livello storicamente basso. Tuttavia, il forte aumento dei prezzi delle abitazioni osservato dal 1997 a oggi induce a ipotizzare una sopravvalutazione del mercato immobiliare statunitense rispetto ad alcune determinanti di fondo, quali il tasso di interesse reale e i canoni di locazione. Questa può essere stimata attraverso il calcolo del costo d'uso della proprietà immobiliare, ossia degli oneri complessivi che gravano sul proprietario di un'abitazione (tra cui la spesa per interessi sul mutuo ipotecario, le tasse sulla proprietà e il deperimento d'uso) al netto dei benefici derivanti dalla deducibilità delle suddette spese e di quelli connessi con le attese di apprezzamento dell'abitazione. In equilibrio, l'inverso del costo d'uso unitario di un'abitazione dovrebbe eguagliare il rapporto tra il suo*

*prezzo e il corrispettivo canone di locazione. Confrontando questo valore di equilibrio del rapporto prezzi-affitti con quello osservato si ottiene una misura del disallineamento dei valori immobiliari. Un'analisi del Servizio Studi, che ha calcolato il costo d'uso per gli Stati Uniti, ha evidenziato che, mentre gli aumenti dei prezzi osservati tra il 1997 e il 2003 risultano sostanzialmente coerenti con l'andamento delle determinanti di fondo, nell'ultimo biennio la crescita dei prezzi, ben superiore a quella degli affitti, avrebbe determinato, alla fine del 2005, una sopravvalutazione dei valori immobiliari di circa il 20 per cento.*

Negli Stati Uniti l'aumento dei prezzi delle abitazioni si è riflesso in un aumento del valore del patrimonio immobiliare delle famiglie, dal 199 al 219 per cento del reddito disponibile, tra la fine del 2004 e quella dello scorso anno; sempre in rapporto al reddito disponibile, nello stesso periodo l'indebitamento delle famiglie è salito dal 112 al 120 per cento, mentre la loro ricchezza netta, comprensiva delle attività finanziarie, è aumentata di venti punti percentuali, al 576 per cento. La crescita della ricchezza immobiliare ha sostenuto l'espansione dei consumi delle famiglie: queste hanno potuto disporre di risorse liquide aggiuntive sia realizzando ingenti guadagni in conto capitale attraverso la vendita degli immobili, sia aumentando il debito ipotecario a fronte dell'accresciuto valore di quelli concessi in garanzia (cfr. il riquadro: *Prezzi delle abitazioni e consumi delle famiglie negli Stati Uniti*, in *Bollettino Economico*, n. 46, 2006).

Negli Stati Uniti l'attività di rinegoziazione dei mutui è rallentata: nel 2005 sono stati rinegoziati mutui per 1.290 miliardi di dollari, rispetto a 1.460 nel 2004 e a una media di 2.150 nel biennio precedente. È invece aumentata l'accensione di nuovi mutui, ammontati a 1.486 miliardi, un volume superiore alla media del periodo 2002-04 (1.230). Nonostante il continuo rialzo dei tassi a breve termine, anche nel 2005 una quota significativa, prossima a un terzo, dei mutui è stata erogata a tasso variabile. Sebbene l'incidenza di questi mutui sul totale delle consistenze in essere rimanga bassa (circa un quinto), soprattutto nel confronto internazionale, essi rappresentano un elemento di vulnerabilità per le famiglie statunitensi: generalmente tali mutui prevedono formule innovative di ammortamento che alleviano il servizio del debito nei primi anni, ma accrescono l'onere futuro per interessi; vengono concessi anche a famiglie con reddito e merito di credito bassi.

Negli ultimi anni l'accelerazione dei prezzi delle abitazioni ha fornito sostegno ai consumi privati degli Stati Uniti, contribuendo in tal modo all'ampliamento del disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti.

*Sulla base di un modello autoregressivo vettoriale strutturale, stimato dal Servizio Studi sul periodo 1974-2005, negli Stati Uniti una riduzione pari a un punto percentuale del tasso di riferimento della politica monetaria determinerebbe, attraverso un aumento*

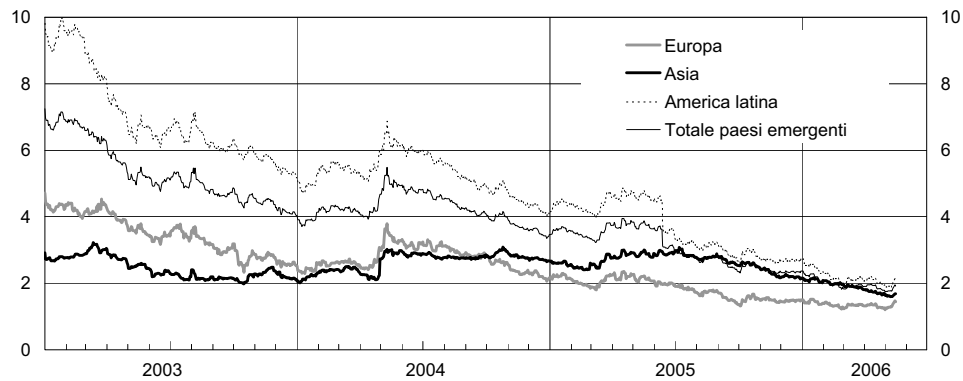
dei prezzi delle abitazioni e dei consumi, un peggioramento del saldo commerciale fino a un massimo dello 0,4 per cento del prodotto dopo circa un anno; a un incremento esogeno dei prezzi delle abitazioni del 10 per cento, al netto dell'inflazione al consumo, corrisponderebbe un effetto della stessa entità dopo tre trimestri. Tali risultati sono coerenti con quelli derivanti da un modello quantitativo di equilibrio economico generale in cui si ipotizza una parte delle famiglie consumatrici, soggette a vincoli di liquidità, utilizza le abitazioni di proprietà come garanzia per indebitarsi.

### ***Le condizioni finanziarie nei paesi emergenti***

Nel 2005 le condizioni sui mercati finanziari dei paesi emergenti sono rimaste distese; i premi per il rischio, misurati dal differenziale di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine e quelli del tesoro statunitense, hanno continuato a diminuire, scendendo da 3,5 punti percentuali a 2,4 a fine anno, per il complesso delle economie emergenti. Il fenomeno ha interessato tutte le aree: in America latina i premi per il rischio sono diminuiti da 4,2 punti percentuali a 2,7, in Asia da 2,7 a 2,2, nell'Europa centro-orientale da 2,2 a 1,5 (fig. A11).

Fig. A11

**DIFFERENZIALE TRA IL RENDIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI A LUNGO TERMINE IN DOLLARI DI ALCUNI PAESI EMERGENTI E QUELLO DEI CORRISPONDENTI TITOLI DEL TESORO STATUNITENSE**  
(dati giornalieri; punti percentuali) (1)



Fonte: JP Morgan Chase Bank.

(1) L'ultimo dato disponibile è quello del 16 maggio 2006.

La compressione dei differenziali di rendimento riflette sia il migliore andamento delle economie sia l'esigenza degli investitori internazionali di realizzare rendimenti elevati, in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse e contenuta variabilità nei mercati finanziari.

In anni recenti molti di questi paesi hanno registrato tassi di crescita elevati e notevoli progressi, soprattutto per quanto concerne la diminuzione

dell'inflazione, il miglioramento dei saldi di bilancio pubblico e delle partite correnti, la riduzione del peso dell'indebitamento estero e le capacità di generare la valuta necessaria al suo servizio. Ciò si è tradotto in una più bassa probabilità di insolvenza e in una più favorevole valutazione del merito di credito, riflessasi nel miglioramento dei rating delle principali agenzie. Molti emittenti sovrani hanno ristrutturato il debito e rafforzato la propria posizione patrimoniale: Brasile, Colombia, Venezuela e Turchia hanno annunciato piani per ritirare dal mercato titoli a breve termine denominati in valuta estera e titoli indicizzati al tasso di cambio; nel corso del 2005 Brasile e Colombia hanno emesso, per la prima volta, obbligazioni sui mercati internazionali denominati nelle rispettive valute.

La diminuzione del debito estero e la conseguente riduzione dell'offerta di titoli obbligazionari dei paesi emergenti sui mercati internazionali hanno esteso la ricerca di rendimenti ai mercati obbligazionari di questi paesi. Secondo i dati della Banca dei regolamenti internazionali, a metà del 2005 la capitalizzazione di tali mercati ammontava a oltre 3.000 miliardi di dollari, rispetto ai circa 630 miliardi di quelli internazionali. I mercati asiatici rappresentano oltre il 60 per cento del complesso dei titoli circolanti; quelli dell'America latina hanno registrato il tasso di crescita più elevato nel corso dei primi sei mesi del 2005 (20 per cento).

## IL COMMERCIO INTERNAZIONALE E LE BILANCE DEI PAGAMENTI

### *Il commercio internazionale*

Nel 2005 gli scambi mondiali di beni e servizi, a prezzi costanti, si sono sviluppati del 7,3 per cento (10,4 nel 2004; tav. aA4). Il rallentamento rispetto al 2004, superiore a quello del prodotto mondiale, è stato determinato principalmente dalla debolezza, protrattasi per tutta la prima metà dell'anno, dell'attività produttiva nel comparto dei beni delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione, un settore molto integrato internazionalmente.

Negli Stati Uniti il ritmo di espansione delle importazioni di beni e servizi si è quasi dimezzato, al 6,2 per cento dal 10,7 nel 2004, risultando per la prima volta in dieci anni inferiore a quello delle esportazioni; la decelerazione degli acquisti dall'estero è stata considerevole nei prodotti intermedi per l'industria, che includono quelli petroliferi, e nei beni di investimento. In Giappone e nei paesi di nuova industrializzazione dell'Asia, relativamente specializzati nella produzione di beni tecnologicamente avanzati, le importazioni sono decelerate al 6,3 e al 7,2 per cento, rispettivamente, dall'8,5 e dal 16,8 nel 2004, anche per la necessità di decumulare l'eccesso di scorte di prodotti dell'elettronica. Nell'area dell'euro il rallentamento delle importazioni, al 4,6 per cento dal 6,7 nel 2004, è stato in linea con quello della domanda interna.

Nei paesi in via di sviluppo le importazioni hanno registrato andamenti differenziati: hanno accelerato quelle dei paesi esportatori di fonti energetiche (18,3 per cento, da 13,9 nel 2004), hanno rallentato quelle dell'insieme degli altri paesi, dal 16,2 per cento nel 2004 all'11,1 per cento.

La crescita delle esportazioni mondiali è stata nel complesso più equilibrata tra paesi e tra aree rispetto al 2004; fa eccezione la Cina, le cui vendite all'estero, ormai pari quasi al 7 per cento di quelle mondiali, sono aumentate a un tasso (23,6 per cento) più che triplo rispetto a quello del commercio internazionale. In Giappone e nelle economie asiatiche di recente industrializzazione l'incremento delle esportazioni si è pressoché dimezzato in confronto al 2004, rispettivamente al 7,0 e al 9,3 per cento, risentendo della debolezza della domanda internazionale nel comparto dell'elettronica.

Le esportazioni degli Stati Uniti, trainate dal comparto dei beni capitali, sono aumentate del 6,9 per cento, in linea con l'espansione dell'interscambio mondiale; quelle dell'America latina, sostenute dalla domanda internazionale di materie prime, sono cresciute dell'8,4 per cento (10,9 nel 2004).

Nell'Unione europea (UE), pur con andamenti molto diversi tra paesi, la crescita delle vendite all'estero è rimasta nel complesso assai inferiore a quella del commercio mondiale (4,5 per cento): nell'area dell'euro è stata del 3,8 per cento, mentre nel Regno Unito e nei paesi nuovi membri l'aumento è stato più sostenuto (5,6 e 9,4 per cento, rispettivamente).

Il protrarsi dello stallo del negoziato in corso per la liberalizzazione commerciale multilaterale (Doha Round), a oltre quattro anni dal suo avvio, alimenta, nelle principali economie avanzate, pressioni volte all'adozione di politiche protezionistiche e rischia di indebolire il ruolo dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC), l'istituzione preposta a sorvegliare gli scambi commerciali internazionali e a promuoverne l'ulteriore liberalizzazione. Anche per la difficoltà di raggiungere un'intesa tra i 150 paesi membri dell'OMC, eterogenei per stadio di sviluppo economico, grado di liberalizzazione dei mercati dei beni e livello di efficienza delle produzioni, sono proliferate le iniziative finalizzate alla conclusione di accordi di commercio bilaterali o regionali, a costo di forti inefficienze economiche e a rischio di ulteriore emarginazione dei paesi più poveri.

*L'esito della sesta riunione ministeriale dell'OMC svoltasi a Hong Kong nel dicembre del 2005 (cfr. Bollettino Economico, n. 46, 2006) ha confermato lo scarso progresso del Doha Round; successivamente, è fallito anche l'obiettivo dei paesi negozianti di concludere entro l'aprile del 2006 un'intesa-quadro su alcune delle principali questioni irrisolte del negoziato, riguardanti in particolare le modalità di riduzione dei sussidi e dei dazi alle importazioni nel settore agricolo e quelle di diminuzione delle tariffe sulle importazioni di prodotti industriali. In assenza di un rapido scioglimento di questi nodi entro le prossime settimane, risulterebbe arduo concludere il negoziato entro i primi mesi del 2007, in tempo utile affinché il conseguente trattato internazionale possa essere ratificato dal Congresso statunitense prima della scadenza (giugno 2007) del mandato negoziale affidato al Presidente americano.*

### ***I mutamenti strutturali nella concorrenza internazionale***

Nel corso degli ultimi due decenni il progresso economico e l'industrializzazione dei principali paesi emergenti si sono riflessi nell'aumento delle loro quote sulle esportazioni mondiali di manufatti a prezzi correnti, a scapito di quelle dei paesi industriali.

*Tra il 1985 e il 2003 la quota degli Stati Uniti è scesa di tre punti percentuali (all'11,2 per cento), quella del Giappone di 5,2 (al 7,7 per cento). Più contenuto appare il calo delle quote della UE e dell'area dell'euro; includendo il commercio intra-area, tali quote sono diminuite, rispettivamente, di 1,9 e 2,4 punti percentuali (al 45,9 e 35,4 per cento, rispettivamente). Nello stesso periodo la quota di mercato della Cina è salita dallo 0,9 al 6,9 per cento; incrementi significativi, seppure di entità inferiore, sono stati realizzati anche da altri paesi emergenti, quali il Messico, le economie di recente industrializzazione dell'Asia e i principali paesi dell'Europa centrale e orientale.*

L'andamento delle quote di mercato a prezzi correnti dipende da fattori specifici che possono differire in misura significativa da paese a paese, in particolare dalla composizione geografica e settoriale delle esportazioni, che determina un aumento delle quote di mercato di quei paesi specializzati nei mercati e nei prodotti in cui la domanda cresce a ritmi più elevati (cosiddetto effetto di specializzazione); negli ultimi anni, i mercati più dinamici sono stati quelli delle economie emergenti dell'Asia, i settori più dinamici quelli dei manufatti ad alta intensità tecnologica.

*Un'analisi empirica condotta sui flussi di esportazioni di beni manufatti tra il 1985 e il 2003 quantifica il contributo dell'effetto di specializzazione alle variazioni delle quote di mercato per i principali paesi industriali ed emergenti. L'effetto è stato positivo per tutti i paesi industriali, soprattutto per gli Stati Uniti e il Giappone, le cui vendite all'estero riguardano in larga parte prodotti a elevata intensità tecnologica e si caratterizzano per un maggiore orientamento verso i mercati asiatici; nel periodo considerato, infatti, l'effetto specializzazione avrebbe determinato un aumento delle quote di mercato statunitense e giapponese di 2,5 e 2,0 punti percentuali, rispettivamente. Al contrario, il contributo della specializzazione è stato nullo in Francia e in Italia, paesi debolmente presenti nelle produzioni ad alta tecnologia e sui mercati asiatici; in Germania, specializzata nella produzione di macchinari industriali e dotata di una maggiore capacità di penetrazione nei mercati emergenti, la composizione geografica e settoriale ha invece contribuito per 1,2 punti all'aumento delle quote. Tra i principali paesi emergenti, quelli asiatici sono stati favoriti dalla progressiva integrazione commerciale e produttiva all'interno della regione e da una elevata capacità di accrescere rapidamente il peso sulle proprie esportazioni dei beni a più alto contenuto tecnologico.*

Nei paesi industriali l'accresciuta concorrenza delle economie emergenti è stata avvertita negli anni ottanta soprattutto nei settori più tradizionali, costituiti da prodotti tessili e dell'abbigliamento e da altri beni di consumo cosiddetti maturi; nel successivo decennio è, tuttavia, aumentata notevolmente la capacità di questi paesi di competere anche in produzioni che richiedono elevati investimenti in capitale fisico e innovazione tecnologica.

L'avanzamento delle produzioni manifatturiere delle economie emergenti è confermata da analisi del loro modello di specializzazione basate su indicatori che misurano, con un sufficiente grado di disaggregazione merceologica, il valore aggiunto effettivamente creato in un dato paese,

sottraendo al valore delle esportazioni quello delle importazioni di prodotti intermedi, il cui peso sul commercio internazionale è aumentato a causa dell'elevato grado di frammentazione internazionale della produzione.

Con riferimento a sedici paesi emergenti importanti esportatori di manufatti, si osserva, dalla metà degli anni ottanta, un mutamento della specializzazione produttiva da comparti a bassa intensità tecnologica verso quelli a medio-alta intensità (tav. A3). Questo processo è stato particolarmente rilevante in Messico e nei paesi emergenti dell'Asia, riflettendo il peso crescente del settore dell'elettronica. Nelle produzioni a media intensità tecnologica il rafforzamento dei paesi emergenti è stato più diffuso, interessando economie ancora relativamente arretrate, come quelle dell'Indonesia, della Thailandia, della Cina, dell'India, del Sudafrica e della Turchia.

Tav. A3

**PAESI EMERGENTI: MUTAMENTO DELLA SPECIALIZZAZIONE  
PRODUTTIVA INTERNAZIONALE NEI SETTORI A MEDIA E  
ALTA INTENSITÀ TECNOLOGICA TRA IL 1985-87 E IL 1999-2001 (1)**

Paesi	Settori a intensità tecnologica				Per memoria: Grado di specializzazione nei settori a media e alta intensità tecnologica (2) nel periodo:	
	Media e alta	Media	Alta: prodotti elettronici	Alta: altri settori	1985-87	1999-2001
Filippine .....	19,6	7,0	11,3	1,3	-16,6	2,9
Indonesia .....	17,0	8,1	7,5	1,3	-28,0	-11,0
Messico .....	11,9	2,0	8,3	1,6	-8,5	3,4
Thailandia .....	11,2	6,4	3,5	1,3	-17,7	-6,5
Malaysia .....	11,1	7,2	3,2	0,7	-14,1	-3,0
Taiwan .....	9,7	5,2	6,5	-2,0	-11,7	-2,0
Cina .....	8,8	7,1	1,7	0,0	-20,4	-11,6
Corea del Sud .....	8,4	7,6	1,3	-0,6	-8,2	0,2
Ungheria .....	7,1	9,6	2,3	-4,7	-6,5	0,7
India .....	6,1	6,9	-1,8	1,1	-19,6	-13,5
Israele .....	5,4	2,0	3,8	-0,4	-9,0	-3,6
Singapore .....	5,1	0,4	4,6	0,1	-5,1	0,0
Sudafrica .....	4,1	8,1	-0,8	-3,1	-21,5	-17,4
Turchia .....	4,0	3,6	0,4	0,0	-21,2	-17,2
Brasile .....	0,7	-0,8	-0,9	2,4	-14,3	-13,6
Polonia .....	-6,1	0,7	-4,4	-2,3	-2,4	-8,5

Fonte: elaborazioni su dati Statistics of Canada.

(1) Un valore positivo (negativo) indica un aumento (diminuzione) del grado di specializzazione nel settore considerato tra il periodo iniziale e quello finale. Il grado di specializzazione è misurato mediante una versione modificata dell'indice di Lafay applicato all'interscambio di manufatti. Tale versione dell'indice misura il contributo di ciascun settore alla bilancia commerciale complessiva di un paese, rapportando il saldo settoriale, pesato con la quota del settore stesso sull'interscambio del paese, a quello complessivo; l'indice può variare tra i valori di -50 (completa despecializzazione) e +50 (completa specializzazione). – (2) Un valore positivo (negativo) indica specializzazione (despecializzazione).

*Un esercizio econometrico condotto su dati panel relativi a 28 settori manifatturieri, classificati in base alla loro intensità tecnologica, per il periodo 1985-2000, evidenzia, per lo stesso campione di paesi emergenti, che anche lo sviluppo di produzioni a più ele-*

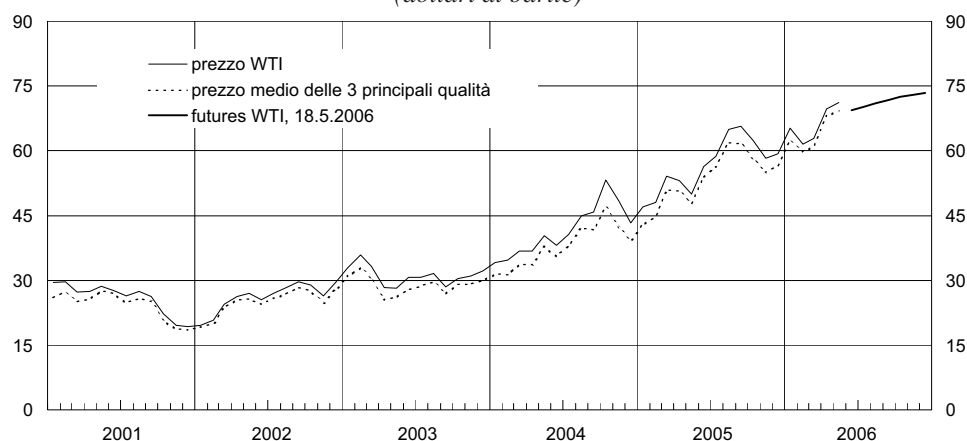
vato contenuto tecnologico è favorito dal basso costo unitario del lavoro; a differenza, invece, di quanto avviene nei settori a basso contenuto tecnologico, tale sviluppo trae inoltre beneficio da un'ampia disponibilità di capitale umano, dall'elevata accumulazione di capitale fisico da parte delle imprese e dall'acquisizione dall'estero di tecnologia più avanzata incorporata nei macchinari importati.

### ***I prezzi delle materie di base***

Nel 2005 le tensioni sul mercato del petrolio si sono intensificate: il prezzo del greggio (media delle tre principali qualità), da 37,8 dollari al barile nel 2004, è salito a 53,4 dollari nella media del 2005 (+41 per cento; fig. A12), toccando lo scorso settembre un picco di oltre 65 dollari nella media del mese, ma riportandosi sotto i 60 nell'ultima parte dell'anno. Nei primi mesi del 2006 sono emerse nuove tensioni: lo scorso 2 maggio le quotazioni hanno raggiunto il massimo storico di 72,6 dollari al barile. In base ai contratti futures sulla qualità WTI quotati sul mercato NYMEX il 18 maggio scorso, le quotazioni aumenterebbero, dai 69,6 dollari di tale data, a 73,4 dollari al barile nel dicembre 2006. Peraltro, tra il 1996 e il 2004, le previsioni a sei mesi desumibili dai futures hanno sottostimato il prezzo del petrolio in media di circa 4 dollari (cfr. il riquadro: *Metodi di previsione a breve termine del prezzo del petrolio*, in *Bollettino Economico* n. 46, 2006).

Fig. A12

#### **PETROLIO: 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 2006, l'ultimo dato disponibile è del giorno 18. Le 3 principali qualità sono Dubai, Brent e WTI.

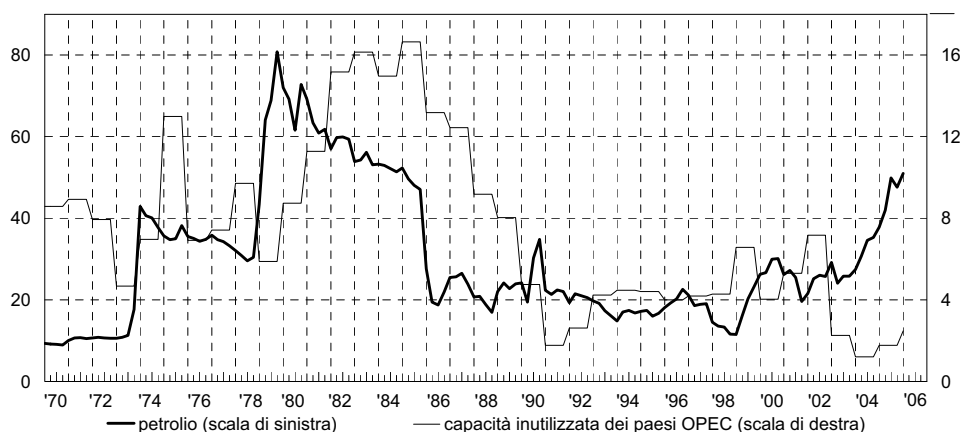
Mentre nel 2004 il rialzo delle quotazioni è stato dovuto soprattutto a una robusta, e in larga parte inattesa, espansione della domanda mondiale

di petrolio (3,9 per cento), nel 2005 e nell'anno in corso, in un contesto di crescita più moderata della stessa (1,3 per cento), le tensioni sui prezzi sono derivate soprattutto dalla rigidità molto accentuata dell'offerta nel breve periodo.

*Nell'ultimo triennio, infatti, la capacità produttiva mondiale non è riuscita ad adeguarsi al forte aumento della domanda. I margini di capacità produttiva inutilizzata dei paesi del cartello dell'OPEC sono scesi ai minimi storici, collocandosi su un livello pari a circa la metà di quello prevalente nella seconda parte degli anni novanta (fig. A13). Ciò ha determinato una maggiore reattività dei prezzi, come è avvenuto in agosto e in settembre, quando le calamità naturali nel Golfo del Messico hanno ridotto temporaneamente negli Stati Uniti la produzione di greggio e l'attività di raffinazione, e negli ultimi mesi del 2005, in seguito alle tensioni nella regione mediorientale e in Nigeria.*

Fig. A13

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



Fonte: FMI e OCSE.

(1) Il prezzo reale è espresso come rapporto fra la quotazione media in dollari delle tre principali qualità di greggio e l'indice (anno base 2000=1) dei prezzi al consumo dei G7, espressi in dollari. La capacità inutilizzata è espressa in percentuale della domanda mondiale di petrolio.

La rigidità dell'offerta mondiale è da ricondursi allo scarso livello degli investimenti e alle strategie di razionalizzazione delle imprese del settore petrolifero durante lo scorso decennio, anche in risposta al prevalere di basse quotazioni, cadute a 10 dollari al barile dopo la crisi asiatica del 1997. Dall'inizio di questo decennio, la ripresa degli investimenti nel settore petrolifero nel suo complesso è stata più esitante di quanto si sarebbe potuto attendere in base al cospicuo e pressoché ininterrotto rincaro del greggio.

*Nel 2005 gli investimenti nel settore petrolifero sono aumentati in alcuni importanti paesi produttori di petrolio, che avrebbero destinato parte degli ingenti introiti per*

*finanziare l'ampliamento della loro capacità produttiva nel prossimo quinquennio (cfr. il paragrafo: Gli squilibri globali). Recenti indagini condotte presso le maggiori società petrolifere internazionali segnalano, invece, una crescita modesta della spesa per investimenti, di circa il 20 per cento in termini nominali, nonostante gli elevati profitti conseguiti; queste società avrebbero, infatti, destinato gran parte dei profitti a scopi finanziari (distribuzione di dividendi, riacquisto di azioni proprie, acquisizioni finanziarie e costituzione di riserve liquide).*

*La lentezza della ripresa degli investimenti nel settore petrolifero è da ricondursi in parte ad alcuni fattori peculiari di questa industria. L'eccesso di capacità produttiva accumulato negli anni ottanta ha indotto le imprese a essere più caute nell'avvio di nuovi progetti, sul ritorno economico dei quali incide l'elevata incertezza circa l'evoluzione del prezzo del petrolio nel lungo termine. La concentrazione in Medio Oriente di gran parte delle risorse petrolifere mondiali (69 per cento di quelle accertate) aumenta in prospettiva la dipendenza del mercato dalle strategie, spesso poco trasparenti, del cartello dell'OPEC, accrescendo l'aleatorietà del rendimento degli investimenti nei paesi non appartenenti all'organizzazione e scoraggiandone l'espansione; in questi paesi la ridotta dimensione dei giacimenti determina oneri crescenti per l'esplorazione e richiede tecnologie di estrazione sempre più complesse (cfr. il riquadro: Uno scenario a medio e a lungo termine del mercato del petrolio, in Bollettino Economico, n.46, 2006). Il contesto non favorevole agli investimenti diretti (in alcuni paesi dell'OPEC) e alle privatizzazioni (in Russia e in America latina) ha limitato l'attività di esplorazione dei giacimenti e ha precluso il ricorso alle tecnologie più innovative.*

*Nell'ultimo biennio si sono manifestate rilevanti strozzature anche nel settore della raffinazione. I bassi margini di profitto e, nei paesi più avanzati, i più stringenti vincoli per la protezione ambientale hanno ostacolato nel decennio scorso la crescita della capacità di raffinazione globale, riducendo i margini di capacità produttiva inutilizzata al di sotto del 10 per cento nel 2005, rispetto al 30 dei primi anni ottanta.*

È improbabile che la ripresa degli investimenti appena avviatasi alenti in misura significativa le condizioni del mercato nel medio termine, soprattutto poiché occorrono in media cinque anni tra l'avvio di un progetto e la messa a punto del flusso di produzione. Secondo le indicazioni desumibili dai prezzi dei futures sulle scadenze più lontane, il prezzo del petrolio continuerebbe a collocarsi fino al 2010 su un valore relativamente elevato, appena inferiore a quello attuale.

*Il petrolio rimane la principale fonte di energia primaria, con una quota del 35,3 per cento sul fabbisogno energetico mondiale nel 2004, superiore a quella delle altre due tipologie di combustibili fossili, pari al 24 e al 21 per cento, rispettivamente, per il carbone e il gas naturale. Il ricorso all'energia nucleare, fortemente cresciuto negli anni settanta e ottanta, si è successivamente stabilizzato, contribuendo nel 2004 per il 6,4 per cento ai consumi energetici mondiali. Nonostante che il loro utilizzo sia aumentato rapidamente, la quota delle fonti rinnovabili (idrogeno, biomasse e rifiuti, energia solare, eolica e idroelettrica) sui consumi energetici mondiali è ancora limitata, pari al 13,3 per cento nel 2004. Per i prossimi 20-25 anni l'Agenzia internazionale dell'energia prevede che la quota del petrolio sulla domanda mondiale di energia, peraltro in forte espansione nelle principali economie emergenti e in via di sviluppo, non diminuirà sensibilmente, a*

causa soprattutto della scarsa possibilità di sostituirlo nei trasporti, sulla base delle tecnologie disponibili attualmente.

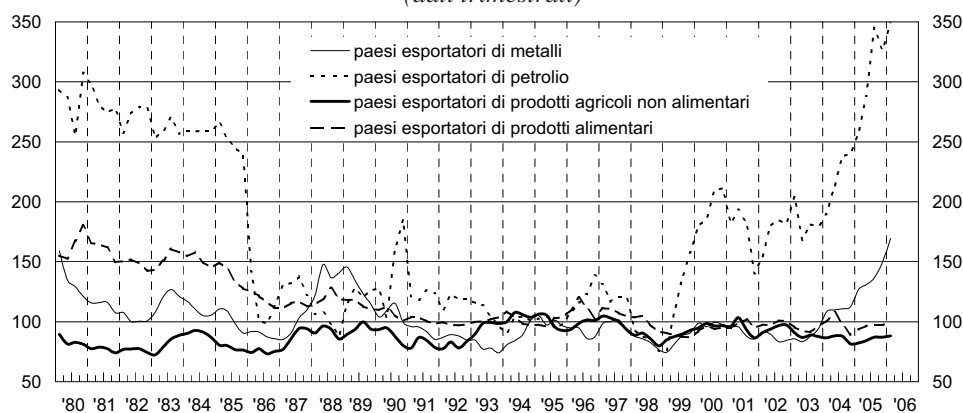
L'aumento dei prezzi internazionali delle altre materie di base, molto forte nel 2004 (18,5 per cento), è rimasto sostenuto anche nel 2005 (10,3 per cento) e nei primi mesi del 2006, riflettendo la rilevante crescita dei prezzi dei metalli (26,4 per cento nella media del 2005).

Oltre alla robusta espansione della domanda proveniente dalle economie emergenti dell'Asia, in particolare dalla Cina, alcuni fattori specifici hanno contribuito a sostenere la dinamica dei prezzi dei metalli. I rincari del petrolio hanno inciso direttamente sui prezzi di beni, quali l'alluminio e l'acciaio, la cui produzione richiede elevati consumi di energia e, indirettamente, su quelli dei minerali più prossimi sostituti del petrolio (ad esempio l'uranio). Strozature e rigidità nel processo produttivo hanno invece sospinto le quotazioni di rame e zinco, in particolare nei primi mesi dell'anno in corso (lo scorso 18 maggio le quotazioni risultavano più elevate, rispettivamente, del 77,9 e dell'82,5 per cento rispetto alla fine del 2005).

Il rialzo dei prezzi delle materie di base ha determinato un notevole miglioramento delle ragioni di scambio dei paesi produttori, in larga parte in via di sviluppo, grandi esportatori di prodotti primari. Misurando l'andamento del prezzo del petrolio relativamente a quello, espresso in dollari, dei manufatti esportati dai paesi del G7, nel 2005 si è registrato un aumento del 38,2 per cento (20 per cento nel 2004; fig. A14); l'incremento del prezzo relativo dei metalli, calcolato in modo analogo, è stato del 23,3 per cento (25,5 nel 2004). Sono, invece, leggermente diminuiti, sempre relativamente a quelli dei manufatti, i prezzi dei prodotti agricoli non alimentari (-1 per cento) e dei prodotti alimentari (-3 per cento).

Fig. A14

**RAGIONI DI SCAMBIO DEI PAESI ESPORTATORI DI MATERIE PRIME (1)**  
(dati trimestrali)



Fonte: elaborazione su dati FMI

(1) Le ragioni di scambio dei paesi esportatori di materie prime sono calcolate come rapporto tra l'indice dei prezzi delle materie prime e la media ponderata dei deflatori (espressi in dollari) delle esportazioni di beni e servizi dei maggiori paesi industriali; indici: 1995 = 100.

## ***Gli squilibri globali***

Dall'inizio di questo decennio gli squilibri nei conti con l'estero dei maggiori paesi e delle principali aree si sono notevolmente ampliati sia in termini assoluti sia rispetto al prodotto mondiale; rappresentano uno dei più importanti fattori di rischio per le prospettive di sviluppo dell'economia mondiale. Questa situazione è il risultato di diversi fattori, tra i quali meritano di essere segnalati: l'elevata dinamica della domanda interna degli Stati Uniti, con il progressivo abbassamento della propensione al risparmio delle famiglie che ha toccato valori negativi nel 2005; gli alti tassi di risparmio in Cina e, soprattutto in confronto al livello relativamente basso degli investimenti, in altri paesi emergenti dell'Asia; l'aumento del prezzo del petrolio, che dal 2003 ha favorito un ingente trasferimento di risorse dai paesi consumatori a quelli produttori.

L'attuale configurazione dei saldi delle bilance dei pagamenti si differenzia da quella che caratterizzò la metà degli anni novanta soprattutto per effetto dell'eccezionale aumento del disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti, pari nel 2005 all'1,8 per cento del PIL mondiale, a cui si contrappone il progressivo aumento del numero dei paesi con surplus significativi.

*Nel 1995 gli squilibri globali si caratterizzavano per la posizione speculare del Giappone e degli Stati Uniti, in avanzo e in disavanzo, rispettivamente, per lo 0,4 per cento del PIL mondiale. La differenza tra i due paesi era riconducibile all'andamento degli investimenti, ristagnanti in Giappone, in eccezionale espansione negli Stati Uniti in connessione con l'adozione e la diffusione delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Le posizioni deficitarie erano diffuse tra i paesi dell'America latina e dell'Asia emergente; la UE, pur con ampie differenze al suo interno, presentava nel complesso un surplus attorno allo 0,1 per cento del PIL mondiale.*

*Nel 2000 la situazione era notevolmente mutata. Il disavanzo degli Stati Uniti andava assumendo una dimensione predominante, nettamente superiore, in rapporto al prodotto mondiale (1,3 per cento), a quella attiva del Giappone (0,4 per cento). La crisi finanziaria in Asia aveva indotto nei paesi colpiti una brusca contrazione degli investimenti e la formazione di un avanzo corrente, che da allora è andato ampliandosi. In seguito al rialzo del prezzo del petrolio nel 1999-2000, anche i paesi del Medio Oriente e quelli dell'ex URSS conseguivano un surplus di parte corrente, seppure limitato (0,2 per cento del PIL mondiale).*

Nel 2005 l'espansione dell'attivo corrente del complesso delle economie asiatiche, a 405 miliardi di dollari (356 nel 2004; tav. A4), è stato determinato dall'aumento dell'avanzo della Cina, più che raddoppiato rispetto all'anno precedente e pari a 161 miliardi; in Giappone e nelle altre economie asiatiche il surplus si è mantenuto su livelli elevati (166 e 80 miliardi, rispettivamente). Sospinti dal miglioramento delle ragioni di

scambio, si sono ampliati gli attivi correnti dei paesi dell'America latina e del Medio Oriente; per il complesso dei paesi esportatori di petrolio, che hanno in larga misura risparmiato e destinato all'acquisizione di attività finanziarie sui mercati internazionali i maggiori ricavi petroliferi, l'avanzo corrente è salito da 189 a 347 miliardi.

Tav. A4

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

Paesi e Aree	Miliardi di dollari				In percentuale del PIL			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
<b>Paesi avanzati</b>								
Stati Uniti .....	-475,2	-519,7	-668,1	-804,9	-4,5	-4,7	-5,7	-6,4
Giappone .....	112,8	136,4	172,1	165,8	2,9	3,2	3,8	3,6
Unione europea .....	0,5	-8,0	-23,0	-109,5	..	-0,1	-0,2	-0,8
di cui: <i>Area dell'euro</i> .....	51,7	37,5	63,0	-28,0	0,7	0,4	0,6	-0,3
<i>Regno Unito</i> .....	-24,6	-26,2	-43,0	-57,6	-1,6	-1,4	-2,0	-2,6
Economie asiatiche di recente industrializzazione (NIEs) (1) .....	55,3	80,0	88,8	85,5	5,1	6,9	7,0	6,0
di cui: <i>Corea del Sud</i> .....	5,4	11,9	28,2	16,6	1,0	2,0	4,1	2,1
<b>Paesi emergenti e in via di sviluppo</b>								
America latina .....	-16,0	7,1	17,7	29,6	-0,9	0,4	0,9	1,2
di cui: <i>Argentina</i> .....	8,6	7,7	3,3	5,4	8,9	6,3	2,2	1,8
<i>Brasile</i> .....	-7,6	4,2	11,7	14,2	-1,7	0,8	1,9	1,8
<i>Messico</i> .....	-13,5	-8,6	-7,2	-5,7	-2,1	-1,3	-1,1	-0,7
<i>Venezuela</i> .....	7,6	11,4	13,8	25,4	8,2	13,7	12,5	19,1
Asia.....	72,2	86,3	94,7	155,4	2,7	2,9	2,7	3,9
di cui: <i>ASEAN-4 (2)</i> .....	27,2	30,7	27,1	22,5	5,5	5,4	4,4	3,3
<i>Cina</i> .....	35,4	45,9	68,7	160,8	2,4	2,8	3,6	7,2
<i>India</i> .....	7,1	8,8	1,4	-12,9	1,4	1,5	0,2	-1,7
Medio Oriente .....	29,5	59,0	103,4	196,0	4,6	8,1	12,4	19,1
<b>Russia</b> .....	<b>29,1</b>	<b>35,4</b>	<b>58,6</b>	<b>84,2</b>	<b>8,4</b>	<b>8,2</b>	<b>9,9</b>	<b>11,0</b>
<i>Per memoria:</i>								
<b>Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di petrolio</b> .....	<b>63,8</b>	<b>109,2</b>	<b>188,8</b>	<b>347,4</b>	<b>5,5</b>	<b>8,1</b>	<b>11,1</b>	<b>16,1</b>
<b>Giappone, NIEs e PVS asiatici</b> .....	<b>240,3</b>	<b>302,7</b>	<b>355,6</b>	<b>404,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>

Fonte: FMI, BCE, Commissione europea e statistiche nazionali.  
(1) Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan. – (2) Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia.

*Nell'ultimo triennio l'incremento del valore delle esportazioni di petrolio per l'insieme dei paesi esportatori è stato cospicuo sia in termini assoluti (da 267 miliardi nel 2002 a 674 nel 2005) sia in rapporto al loro prodotto; mentre nel secondo shock petrolifero (1978-1981) le esportazioni, rapportate al prezzo dei beni e servizi esportati dai maggiori paesi industriali, erano aumentate di circa il 50 per cento, nel periodo 2003-05 esse sono raddoppiate. Anche gli attuali avanzi di parte corrente, rapportati al prodotto,*

sono più rilevanti di quelli emersi dopo i due shock petroliferi degli anni settanta. In particolare, l'andamento della propensione media al risparmio è stato diverso: nei cicli precedenti essa era aumentata d'impatto per poi diminuire; nell'ultimo triennio è, invece, costantemente cresciuta, portandosi dal 25 per cento del prodotto nel 2002 al 35 nel 2005, in un contesto caratterizzato da una sostanziale invarianza del tasso di investimento. Nella situazione attuale il risparmio pubblico è salito al 14 per cento del prodotto nel 2005, un incremento di quasi dieci punti percentuali rispetto al 2002.

Nella media del triennio 2003-05 l'intensità con cui i singoli paesi esportatori hanno utilizzato i maggiori ricavi petroliferi per innalzare il loro livello di consumi e di investimenti (responding) è risultata simile a quella osservata durante il secondo shock petrolifero, anche se molto differenziata tra paesi (è stata assai elevata in Messico, Norvegia e Russia, molto bassa in Algeria e in Libia); misurato come rapporto tra la variazione delle importazioni di soli beni di questi paesi e quella dei loro introiti petroliferi, il responding è sceso dal 60 per cento nel periodo 1978-1981 al 58 nel 2003-05 (tav. A5). Si registra, tuttavia, una notevole differenza tra il 2005 e il biennio precedente: lo scorso anno il responding è stato particolarmente basso, pari al 48 per cento, a fronte del 68 nel 2003-04. In prospettiva, il persistere delle quotazioni su livelli elevati e il conseguente aggiustamento delle aspettative dei paesi produttori potrebbero indurre un aumento dell'intensità del responding, contenendo i surplus di questi paesi.

Tav. A5

#### INDICATORI DI INTENSITÀ DI RESPENDING PER I MAGGIORI PAESI ESPORTATORI DI PETROLIO

Paesi	Rapporto fra la variazione delle importazioni di beni e la variazione delle esportazioni di petrolio			Esportazioni nette di petrolio cumulate in rapporto al PIL (1)		
	1978-81	2003-05	di cui: 2005	1978-81	2003-05	di cui: 2005
Algeria .....	0,30	0,27	0,11	23,8	39,6	44,7
Arabia Saudita .....	0,25	0,28	0,33	59,6	45,9	52,7
Emirati Arabi Uniti ..	0,68	0,93	0,65	65,5	29,7	34,0
Iran .....	0,29	0,68	0,26	16,8	23,1	25,1
Kuwait .....	0,38	0,19	0,10	62,6	50,7	56,5
Libia .....	2,14	0,18	0,22	52,5	66,1	73,6
Messico .....	1,37	2,15	2,07	3,9	3,5	4,2
Nigeria .....	1,58	0,37	0,45	32,3	41,6	41,9
Norvegia .....	0,73	0,97	0,57	6,0	14,0	15,5
Qatar .....	0,29	0,29	0,22	54,7	25,5	27,3
Russia .....	0,98	0,83	0,70	4,6	14,0	15,4
Venezuela .....	0,20	0,40	0,41	23,6	31,3	36,2
<b>Totale ...</b>	<b>0,60</b>	<b>0,58</b>	<b>0,48</b>	<b>17,5</b>	<b>19,8</b>	<b>22,6</b>

Fonte: elaborazioni su dati FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2006.  
(1) Valori percentuali.

A fronte degli elevati avanzi correnti, i paesi esportatori di petrolio hanno fatto registrare ingenti deflussi netti di capitale (financial recycling), ragguagliatisi nel 2005 a più del 15 per cento del prodotto del complesso di questi paesi. L'accumulazione di riserve e gli investimenti di portafoglio hanno fornito i contributi più rilevanti, pari al 50 e al 26 per cento, rispettivamente, dei deflussi netti complessivi nell'ultimo triennio. In occasione del secondo shock petrolifero, i deflussi netti avevano riflesso, oltre all'accumulazione di riserve, soprattutto l'aumento dei depositi bancari internazionali.

Dal lato dei disavanzi correnti, oltre all'aumento di quello della UE (da 0,2 a 0,8 per cento del PIL), spicca il peggioramento del deficit degli Stati Uniti, che ha raggiunto lo scorso anno gli 800 miliardi di dollari (6,4 per cento del PIL); nel 2005 il saldo dell'area dell'euro è divenuto negativo per 28 miliardi di dollari, contribuendo in parte alla riduzione degli squilibri globali.

Dall'inizio di questo decennio le determinanti di fondo dell'ampliamento dello squilibrio corrente statunitense sono mutate rispetto agli anni novanta. A fronte della crescita meno sostenuta degli investimenti, si è avuta una netta flessione del risparmio nazionale; da un lato la politica di bilancio ha assunto un indirizzo nettamente espansivo, per fronteggiare i rischi di recessione dopo lo scoppio della bolla speculativa sul mercato azionario e gli attentati dell'11 settembre; dall'altro i cospicui incrementi della ricchezza immobiliare hanno sospinto i consumi delle famiglie, cresciuti in misura superiore al reddito disponibile.

Nell'ultimo triennio ha anche inciso, per oltre un punto percentuale del prodotto, l'aumento del costo delle importazioni di prodotti petroliferi (pari, nel 2005, a oltre il 10 per cento di quelle totali di beni); nonostante le cospicue disponibilità di risorse interne, infatti, la dipendenza energetica è elevata, anche perché l'economia statunitense, nel corso degli ultimi trenta anni, ha conseguito minori guadagni in termini di efficienza nell'utilizzo di energia rispetto agli altri principali paesi industriali (il fabbisogno di petrolio per unità di prodotto, pur dimezzatosi dal 1973, rimane il più elevato).

Nel 2005 gli afflussi netti di capitali privati sono saliti a 1.072 miliardi di dollari, da 1.045 nel 2004 (tav. A6); mentre, secondo le rilevazioni del Bureau of Economic Analysis, quelli facenti capo ad autorità ufficiali estere si sono ridotti, a 221 miliardi di dollari, da 395 nel 2004; soltanto la Cina ha continuato ad accumulare riserve ufficiali allo stesso ritmo del 2004. Gli investimenti finanziari esteri si sono concentrati sui titoli obbligazionari (cfr. il capitolo: *I mercati finanziari e valutari internazionali*).

*Come le determinanti, anche le modalità di finanziamento dello squilibrio esterno degli Stati Uniti sono cambiate dall'inizio del decennio. Nella seconda metà degli anni novanta gli ingenti afflussi di capitali privati erano attratti soprattutto dagli alti rendimenti attesi sul mercato azionario, in particolare sui titoli del comparto delle nuove tecnologie. L'aumento della propensione ad acquisire attività denominate in dollari ha determinato fino all'inizio del 2002 un forte apprezzamento della valuta statunitense che ha, a sua volta, contribuito al peggioramento del disavanzo commerciale. In seguito allo scoppio della bolla speculativa sul mercato azionario, gli afflussi di capitale privato si sono nettamente ridimensionati, a 611 miliardi nel 2003 da 1.004 nel 2000, mentre sono aumentati gli acquisti di titoli statunitensi effettuati da autorità ufficiali straniere (da 43 miliardi di dollari nel 2000 a 278 nel 2003), in particolare da quelle dei paesi dell'Asia e dei paesi esportatori di petrolio.*

**BILANCIA DEI PAGAMENTI DEGLI STATI UNITI:**  
**AFFLUSSI NETTI DI CAPITALI DA PARTE DI NON RESIDENTI (1)**  
*(miliardi di dollari)*

Voci	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Totale</b> .....	<b>1.046,9</b>	<b>782,9</b>	<b>794,3</b>	<b>889,0</b>	<b>1.440,1</b>	<b>1.292,7</b>
<b>Investimenti diretti</b> .....	<b>321,3</b>	<b>167,0</b>	<b>80,8</b>	<b>67,1</b>	<b>106,8</b>	<b>128,6</b>
<b>Investimenti di portafoglio</b>	<b>436,6</b>	<b>428,3</b>	<b>427,6</b>	<b>538,8</b>	<b>762,7</b>	<b>941,6</b>
di cui: <i>azioni</i> .....	<i>193,6</i>	<i>121,5</i>	<i>54,1</i>	<i>35,0</i>	<i>61,9</i>	<i>89,0</i>
<i>titoli di debito</i> .....	<i>243,0</i>	<i>306,9</i>	<i>373,5</i>	<i>503,9</i>	<i>700,8</i>	<i>852,6</i>
<b>Altri investimenti</b> .....	<b>289,0</b>	<b>187,5</b>	<b>285,9</b>	<b>283,1</b>	<b>570,6</b>	<b>222,5</b>
<i>Per memoria:</i>						
Afflussi di capitali da investitori privati	1.004,1	754,8	678,4	610,8	1.045,4	1.072,0
Afflussi di capitali da autorità ufficiali straniere .....	42,8	28,1	115,9	278,3	394,7	220,7
Saldo del conto corrente .....	-416,0	-389,5	-475,2	-519,7	-668,1	-804,9
Saldo del conto finanziario (2).....	486,4	400,2	500,3	560,6	584,6	801,0
Investimenti diretti .....	162,1	24,7	-73,6	-73,5	-145,2	107,1
Investimenti di portafoglio .....	308,7	337,7	379,0	382,8	660,3	786,3
Altri investimenti .....	15,9	42,8	198,6	249,8	66,7	-106,6
Variazione delle riserve .....	-0,3	-4,9	-3,7	1,5	2,8	14,1

Fonte: Bureau of Economic Analysis.

(1) Gli afflussi e i deflussi sono al netto dei disinvestimenti. – (2) Afflussi netti da parte di non residenti meno deflussi netti da residenti.

Nel 2005 la posizione debitoria degli Stati Uniti dovrebbe essersi ampliata fino a un valore prossimo al 30 per cento (21,7 alla fine del 2004); al disavanzo corrente si sarebbero aggiunti gli effetti dell'apprezzamento del dollaro, che implicano una riduzione del controvalore in dollari delle attività detenute all'estero dai residenti.

Durante l'ultimo decennio, nonostante il rapido accumulo di debito estero netto, il saldo dei redditi da capitale è rimasto positivo, pur riducendosi progressivamente fino allo 0,1 per cento del PIL nel 2005. Tale fenomeno riflette il differenziale di rendimento tra le attività e le passività estere degli Stati Uniti, stimabile in circa 1,5 punti percentuali nel 2004. A determinare tale differenza hanno contribuito soprattutto gli investimenti diretti: il rendimento ex post di quelli statunitensi all'estero, spesso nelle economie emergenti più dinamiche, è stato di quattro punti percentuali più elevato rispetto a quello degli investimenti realizzati da non residenti negli Stati Uniti.

### *I flussi netti di capitale verso i paesi emergenti*

Nel 2005 gli afflussi netti di capitali privati nei paesi emergenti si sono ulteriormente rafforzati: 254 miliardi di dollari dai 231 nel 2004, superando i livelli precedenti la crisi asiatica della seconda metà degli anni novanta

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

Voci	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>TOTALE PAESI EMERGENTI (2)</b>								
Capitali privati.....	66,2	80,8	74,3	75,6	97,3	160,4	230,6	254,0
Investimenti diretti .....	159,0	177,6	167,5	180,3	149,5	157,5	184,3	212,3
Investimenti di portafoglio..	42,9	72,7	17,6	-70,6	-78,6	-3,7	34,5	38,5
Altri investimenti .....	-135,7	-169,5	-110,8	-34,1	26,5	6,6	11,8	3,2
Capitali ufficiali .....	52,3	26,4	-46,0	-0,1	9,0	-61,5	-81,5	-138,6
<b>Asia (2)</b>								
Capitali privati .....	-53,8	3,1	6,5	19,6	20,8	63,5	120,3	53,8
Investimenti diretti .....	56,8	71,6	59,0	51,6	50,7	67,9	60,0	71,8
Investimenti di portafoglio..	8,8	56,9	20,2	-51,2	-59,9	4,4	3,8	-31,1
Altri investimenti .....	-119,4	-125,4	-72,8	19,1	30,0	-8,8	56,4	13,1
Capitali ufficiali .....	19,6	1,8	-11,7	-11,7	4,6	-17,6	1,8	5,0
<b>America latina</b>								
Capitali privati .....	71,2	44,7	49,9	23,1	-2,1	15,5	6,0	25,2
Investimenti diretti .....	61,5	65,9	69,6	66,8	45,0	35,1	48,1	51,2
Investimenti di portafoglio..	25,6	1,3	2,6	-7,6	-14,9	-8,4	-13,9	27,6
Altri investimenti .....	-15,9	-22,5	-22,3	-36,1	-32,2	-11,2	-28,1	-53,6
Capitali ufficiali .....	14,2	6,4	-5,2	26,3	18,5	6,1	-7,1	-25,2
<b>Africa</b>								
Capitali privati .....	7,6	9,0	..	5,7	4,9	4,6	13,0	30,4
Investimenti diretti .....	6,3	8,6	7,6	23,0	13,3	14,9	15,1	23,2
Investimenti di portafoglio..	4,3	9,1	-1,8	-7,6	-0,9	0,1	5,5	4,5
Altri investimenti .....	-3,0	-8,7	-5,8	-9,6	-7,5	-10,4	-7,7	2,7
Capitali ufficiali .....	5,3	3,8	2,7	-0,5	4,3	3,7	1,8	-6,6
<b>Medio Oriente (3)</b>								
Capitali privati .....	15,6	0,2	5,5	9,2	4,1	7,9	12,2	11,4
Investimenti diretti .....	9,5	4,1	4,7	9,6	9,8	17,6	13,3	19,6
Investimenti di portafoglio..	-2,3	0,7	3,3	-3,5	-5,1	-5,4	6,0	7,6
Altri investimenti .....	8,4	-4,6	-2,6	3,1	-0,6	-4,3	-7,1	-15,8
Capitali ufficiali .....	10,5	19,0	-27,4	-14,9	..	-39,7	-63,6	-87,9
<b>Paesi dell'Europa centrale e orientale (4)</b>								
Capitali privati .....	27,2	37,0	39,7	11,6	53,5	52,3	71,0	108,2
Investimenti diretti .....	19,3	22,8	24,2	24,2	25,6	16,6	34,0	41,3
Investimenti di portafoglio..	-1,3	5,7	3,2	0,5	1,8	6,1	27,4	28,8
Altri investimenti .....	9,1	8,6	12,3	-13,1	26,1	29,5	9,7	38,1
Capitali ufficiali .....	1,0	-2,6	1,8	5,9	-7,7	-5,3	-6,8	-8,5
<b>Paesi dell'ex URSS (5)</b>								
Capitali privati .....	-1,5	-13,1	-27,3	6,3	16,1	16,7	8,0	24,9
Investimenti diretti .....	5,6	4,7	2,3	5,0	5,2	5,4	13,7	5,2
Investimenti di portafoglio..	7,8	-0,9	-10,0	-1,2	0,4	-0,5	5,7	1,0
Altri investimenti .....	-14,9	-16,9	-19,7	2,4	10,6	11,8	-11,4	18,7
Capitali ufficiali .....	1,7	-2,1	-6,3	-5,2	-10,7	-8,6	-7,7	-15,5
<i>Per memoria:</i>								
Variazione delle riserve (6)								
Totale paesi emergenti .....	-29,5	-101,3	-128,3	-127,1	-194,7	-351,6	-515,4	-580,2
di cui: Asia .....	-53,1	-88,2	-53,7	-90,2	-148,8	-226,5	-340,1	-281,9

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.

(tav. A7). Ne hanno beneficiato soprattutto i paesi dell'Europa centrale e orientale (108 miliardi, da 71 nel 2004).

Gli investimenti diretti sono notevolmente aumentati (212 miliardi netti, da 184 nel 2004), riflettendo un'accresciuta fiducia nelle politiche economiche e nelle prospettive di crescita delle economie emergenti, nonché la formazione di cospicui profitti aziendali nei paesi industriali.

Gli investimenti di portafoglio registrano afflussi positivi per il secondo anno consecutivo (38 miliardi netti, da 34 nel 2004). Le emissioni lorde di titoli obbligazionari sono state pari a 182 miliardi di dollari (135 nel 2004), equamente distribuite tra i titoli sovrani e quelli di emittenti privati. Esse sono significativamente aumentate in tutte le regioni, in particolare in America latina (78 per cento), in seguito al ritorno dell'Argentina sui mercati internazionali, dopo la ristrutturazione del debito effettuata all'inizio del 2005. Alla fine del gennaio scorso il complesso dei paesi emergenti aveva già effettuato emissioni di titoli sovrani per un ammontare pari alla metà di quello programmato per l'intero 2006. L'emissione di azioni sui mercati primari è aumentata a 78 miliardi di dollari da 45 nel 2004.

Nei paesi dell'Asia gli afflussi netti di capitali privati sono diminuiti nel corso del 2005 (54 miliardi, da 120 nel 2004). A fronte di una crescita degli investimenti diretti (da 60 a 72 miliardi), si sono registrati deflussi netti per investimenti di portafoglio. Ciò è da attribuirsi principalmente alla moderazione delle aspettative di apprezzamento delle valute dell'area, in seguito alla rivalutazione del renminbi nel corso dell'estate (cfr. il capitolo: *I mercati finanziari e valutari internazionali*).

Il migliorato profilo di rischio-rendimento dei titoli obbligazionari dei paesi emergenti e la bassa correlazione con i rendimenti delle altre classi di attività finanziarie ne hanno reso attraente l'investimento. Si stima che, nel corso del 2005, i fondi pensione e assicurativi dei paesi industriali abbiano acquistato titoli del debito estero dei paesi emergenti per circa 14 miliardi di dollari, il 40 per cento in più rispetto al 2004; i fondi comuni di investimento hanno contribuito nel 2005 per 10,2 miliardi di dollari, rispetto ai 3,2 dell'anno precedente.

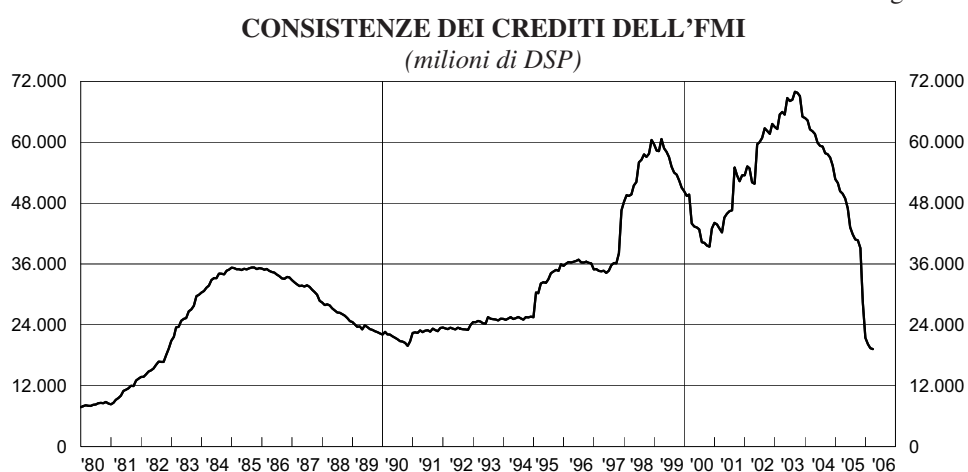
## LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE

### *L'assistenza finanziaria del Fondo monetario internazionale*

Nel 2005 il Fondo monetario internazionale ha approvato quattordici nuovi programmi per complessivi 8,9 miliardi di DSP (13,1 miliardi di dollari), di cui i principali beneficiari sono stati Turchia e Uruguay (6,6 e 0,8 miliardi, rispettivamente). Il Fondo ha inoltre erogato finanziamenti di emergenza per 0,1 miliardi di DSP per fronteggiare le conseguenze di alcuni disastri naturali (Maldiva e Sri Lanka) e per agevolare la ricostruzione post-bellica (Haiti).

La consistenza di crediti del Fondo è scesa fortemente rispetto al picco registrato nel biennio 2002-03, riportandosi al minimo degli ultimi due decenni (fig. A15). Alla fine di aprile del 2006 il livello complessivo dei crediti dell'FMI era pari a 23,1 miliardi di DSP, 39,0 miliardi in meno rispetto alla fine del 2004. La diminuzione è in parte dovuta ai rimborsi anticipati da parte di alcuni dei maggiori paesi debitori (Brasile e Argentina: 10,8 e 6,7 miliardi di DSP, rispettivamente); più in generale, riflette la situazione economica particolarmente favorevole riscontrata nei mercati emergenti negli ultimi due anni, che ha permesso di ridurre la domanda di prestiti e, nel contempo, ha reso meno convenienti le condizioni di finanziamento del Fondo.

Fig. A15



Fonte: FMI.

*Tra le cause di una possibile riduzione della domanda potenziale di risorse del Fondo da parte dei paesi emergenti, rispetto agli elevati livelli della seconda metà degli anni*

*novanta, vi sono: il graduale sviluppo di mercati obbligazionari in valuta locale; l'accumulazione di considerevoli riserve in valuta; l'allungamento delle scadenze del debito estero; criteri più severi nella concessione di prestiti da parte del Fondo.*

La concentrazione geografica dei crediti del Fondo si mantiene molto elevata. Alla fine del marzo 2006 i primi cinque paesi prenditori (Turchia, Indonesia, Uruguay, Ucraina, Serbia e Montenegro) rappresentavano l'86,8 per cento del totale erogato.

*Il reddito dell'FMI.* – Secondo l'attuale schema, le entrate del Fondo dipendono strettamente dall'ammontare di prestiti ai paesi membri, sceso bruscamente nel 2005, e dal livello dei tassi di interesse sui DSP. Il tasso di interesse sui prestiti è, infatti, determinato applicando un margine al tasso di interesse sui DSP; tale margine, fissato annualmente, è calcolato in modo da coprire le spese operative del Fondo e garantire un utile da destinare alle riserve a copertura dei rischi di credito. La contrazione della consistenza dei crediti ha reso necessario un innalzamento del tasso di interesse applicato dal Fondo, che nel primo trimestre del 2006 ha raggiunto il 4,85 per cento, 1,7 punti in più rispetto al 2004. Ciò nonostante, per l'esercizio finanziario 2006 il Fondo stima un reddito netto (calcolato sottraendo i costi operativi dal margine di intermediazione) sostanzialmente inferiore agli obiettivi prefissati, mentre per gli anni successivi sono previste perdite.

In risposta alla flessione dei ricavi il Consiglio di amministrazione ha chiesto ai servizi dell'FMI di avanzare proposte per il bilancio del 2007 incentrate prevalentemente su una sospensione degli accantonamenti alle riserve e, in minore misura, su un aumento del tasso sui prestiti (ciò potrebbe, tuttavia, sollecitare nuovi rimborsi anticipati da parte dei paesi membri) e una temporanea riduzione della remunerazione delle posizioni di riserva dei paesi membri. Nel medio termine, qualora la riduzione dell'ammontare di crediti si rivelasse un fenomeno strutturale, la soluzione dei problemi reddituali richiederebbe misure più radicali, di ridimensionamento delle spese operative. Il Consiglio non ha ancora definito una strategia per il medio termine, stante le implicazioni sia sull'attuale distribuzione delle quote di partecipazione al Fondo, sia sulle risorse destinate ai paesi a basso reddito. Questi temi saranno oggetto delle riunioni del prossimo settembre a Singapore.

### ***Assetto e funzioni dell'FMI***

Negli anni recenti si è intensificato in sede internazionale il dibattito sull'esigenza di riformare le istituzioni di Bretton Woods, e l'FMI in particolare, al fine di renderle più consone a un sistema economico e a merca-

ti finanziari globalizzati e di conferire una più adeguata rappresentanza a quei paesi in via di sviluppo la cui crescita e trasformazione sono state più rapide. Nel settembre del 2005, in occasione delle riunioni di Washington, il Fondo ha avviato una revisione delle proprie priorità strategiche, con l'intento di giungere entro il settembre di quest'anno ad avanzare proposte di riforma circa il proprio ruolo nel sistema monetario internazionale, l'adeguamento degli strumenti di assistenza, finanziaria e non, le quote di partecipazione dei paesi membri al capitale sociale e i relativi poteri di voto negli organi decisionali del Fondo stesso.

*L'FMI nel sistema monetario internazionale.* – Il compito essenziale del Fondo è la sorveglianza sulle politiche monetarie, fiscali, finanziarie e di cambio dei paesi membri e sul sistema finanziario internazionale nel suo complesso. Nelle riunioni dello scorso mese di aprile si è convenuto sulla necessità di procedere a una profonda revisione dell'attività di sorveglianza. Da un lato, essa dovrà dare maggiore rilievo agli aspetti multilaterali e regionali e mettere l'accento su regime, politica e andamento dei cambi; dall'altro, la sorveglianza sui singoli paesi dovrà essere improntata a criteri di maggiore selettività e semplificazione e incentrarsi sui temi più rilevanti (ad es. una più ampia copertura dei problemi del settore finanziario e procedure semplificate per i paesi con economie più stabili e non rilevanti dal punto di vista sistemico).

*Il potenziamento della sorveglianza multilaterale prevede:* a) l'introduzione di un meccanismo di consultazione multilaterale con paesi le cui politiche economiche possono avere importanti ripercussioni sull'intero sistema monetario internazionale; b) l'estensione dell'analisi dei tassi di cambio di equilibrio delle economie industrializzate anche alle principali economie emergenti; c) l'integrazione più stretta dell'analisi finanziaria con quella macroeconomica; d) un maggiore rilievo alla dimensione regionale.

*Nuovi strumenti per l'assistenza ai paesi membri.* – Per rispondere alle istanze di alcuni paesi emergenti, l'FMI ha proposto l'introduzione di un nuovo strumento di tipo assicurativo per la prevenzione delle cosiddette crisi da movimenti di capitale, volto a incoraggiare appropriate riforme economiche. Tale strumento garantirebbe una linea di credito, anche di importo elevato, da attivare in caso di crisi, a paesi emergenti con istituzioni e condizioni economiche di fondo solide, ma vulnerabili rispetto a repentine inversioni delle aspettative e, quindi, della direzione dei flussi finanziari.

*L'introduzione di questo strumento richiede una revisione del sistema di regole per l'accesso ai finanziamenti di elevato ammontare (exceptional access policy); tale sistema, infatti, prevede che l'FMI possa deliberare finanziamenti superiori ai normali limiti di accesso (pari al 100 e 300 per cento della rispettiva quota di partecipazione su base, rispettivamente, annua e cumulata) solo in presenza di una crisi effettiva e non potenziale.*

L'International Monetary and Financial Committee ha invitato il Fondo a esaminare ulteriormente la proposta, anche alla luce delle difficoltà che in passato hanno connotato un analogo strumento, la Contingent Credit Line (CCL), introdotto nel 1999 ed eliminato nel 2003 per mancato utilizzo.

È inoltre urgente un adeguamento del ruolo del Fondo nei processi di ristrutturazione del debito sovrano che condizioni il finanziamento alla definizione di un chiaro quadro macroeconomico di medio termine e riveda la prassi del *lending into arrears* dell'FMI.

*Il lending into arrears regola i finanziamenti dell'FMI a favore di paesi membri con arretrati di pagamento nei confronti di creditori privati secondo apposite linee guida, che stabiliscono che l'assistenza del Fondo ha carattere eccezionale e deve soddisfare due condizioni: la realizzazione delle misure correttive da parte del paese debitore e la buona fede del paese membro nel cooperare con i propri creditori per raggiungere un accordo sulla ristrutturazione del debito.*

Nell'ottobre del 2005 è stato introdotto il Policy Support Instrument (PSI) per paesi a basso reddito che non necessitano di assistenza finanziaria ma che desiderano mantenere uno stabile rapporto di collaborazione con il Fondo. Tale strumento prevede un iter procedurale simile a un normale programma di sostegno finanziario, senza, tuttavia, l'erogazione di un prestito. Esso ha lo scopo di segnalare ai paesi donatori, alle banche multilaterali di sviluppo e ai mercati finanziari internazionali il giudizio positivo del Fondo sulle politiche economiche perseguite dal paese. Nello stesso mese di ottobre, il Fondo ha approvato la richiesta della Nigeria per un PSI biennale, al quale ha fatto seguito un accordo con i paesi del Club di Parigi per la ristrutturazione del debito.

Nel novembre del 2005 è stata introdotta la Exogenous Shocks Facility (ESF) per paesi a basso reddito colpiti da eventi al di fuori del controllo delle autorità e con un impatto negativo sull'economia (ad es. la caduta dei prezzi delle materie prime esportate, disastri naturali, conflitti in paesi confinanti con gravi effetti sul commercio). Il prestito ha la durata massima di due anni e condizioni agevolate. L'ESF attribuisce minore importanza ai programmi di ampie riforme strutturali e incentra, invece, la propria azione sugli interventi specifici diretti a fronteggiare lo shock negativo.

*Riforma nell'assetto di governo.* – Nel corso del 2005 la materia è stata oggetto di un ampio dibattito nelle sedi internazionali, nella consapevolezza che, al fine di preservare la legittimità del Fondo, la sua struttura di governo debba riflettere i mutamenti avvenuti nel contesto internazionale e garantire un'adeguata rappresentanza di tutti i paesi membri. Nelle riunioni

dell'aprile del 2006 a Washington si è raggiunto un accordo su un aumento ad hoc delle quote di partecipazione al capitale sociale dell'FMI per i paesi maggiormente sottorappresentati in relazione al loro peso nell'economia mondiale (Cina, Corea del Sud, Messico e Turchia). Il Fondo è stato invitato a presentare le proposte prima delle riunioni di Singapore del settembre del 2006. Circa gli organi decisionali del Fondo si ritiene opportuno ampliare i poteri di indirizzo e di controllo del Consiglio di amministrazione e delegare al management alcune funzioni operative non essenziali.

### ***Iniziative per ridurre la povertà e finanziamento dello sviluppo***

*La lotta alla povertà.* – I paesi poveri sono ancora lontani dal raggiungimento degli Obiettivi di sviluppo del Millennio (OSM). Sulla base delle stime più recenti, l'unico Obiettivo realisticamente raggiungibile nei tempi previsti è quello della diminuzione della povertà misurata dal livello dei redditi. Tra il 1990 e il 2002 la quota di popolazione al di sotto della soglia di povertà – un dollaro al giorno – si è infatti ridotta dal 27,9 al 21,7 per cento; le valutazioni più recenti indicano per il 2015 una quota del 10,2 per cento, più che dimezzata rispetto ai valori di riferimento del 1990. Tale risultato è attribuibile principalmente alla forte espansione registrata dai PVS negli ultimi anni e, in particolare, agli andamenti eccezionali di grandi paesi come Cina e India.

Le prospettive sono poco incoraggianti, invece, con riferimento agli Obiettivi di sviluppo umano. Tutte le aree geografiche, infatti, sono in ritardo in materia di riduzione della mortalità infantile e rispetto ad almeno uno dei rimanenti Obiettivi. Due regioni, l'Asia meridionale e, soprattutto, l'Africa sub-sahariana, sono indietro rispetto a tutti gli OSM.

Di fronte a questi risultati, finora insoddisfacenti, la comunità internazionale ha riaffermato il proprio impegno a favore dello sviluppo sulla base del principio di responsabilità reciproca – tra paesi sviluppati, paesi in via di sviluppo e istituzioni finanziarie internazionali – adottato a Monterrey nel 2002 per il raggiungimento degli OSM.

In primo luogo, i paesi avanzati hanno ribadito la volontà di accrescere l'attuale volume di aiuti ufficiali, per raggiungere, entro il 2015, l'obiettivo dello 0,7 per cento in termini di reddito nazionale lordo. Inoltre, nei primi mesi di quest'anno l'International Development Association (IDA), l'African Development Fund (ADF) e l'FMI hanno approvato la cancellazione dei propri crediti nei confronti dei paesi poveri e altamente indebitati, iniziativa lanciata dai paesi del G8 al vertice di Gleneagles (Scozia) del luglio 2005 (cfr. il paragrafo: *L'incremento degli aiuti e la cancellazione*

*del debito*). I donatori, infine, in occasione della Conferenza di Parigi del marzo 2005, si sono impegnati a migliorare l'allocazione e l'efficacia dei flussi di aiuti ufficiali.

I paesi in via di sviluppo, dal canto loro, sono chiamati a cogliere l'occasione della favorevole fase congiunturale per perseguire politiche economiche maggiormente orientate alla riduzione della povertà, nonché a rafforzare la qualità delle istituzioni e accrescere gli investimenti in infrastrutture.

Un'attenzione particolare è stata riservata di recente agli assetti di governo dei PVS, considerati un requisito essenziale per il raggiungimento degli OSM. I maggiori impegni finanziari assunti dai paesi donatori per gli anni a venire non possono essere dissociati dal contestuale perseguimento, da parte dei paesi beneficiari, di principi di buon governo e corretta amministrazione.

Infine, le istituzioni finanziarie internazionali – l'FMI, la Banca Mondiale e le banche regionali di sviluppo – sono impegnate in uno sforzo di revisione del proprio *modus operandi* che comporta, tra l'altro, l'introduzione di procedure orientate ai risultati, ossia incentrate più sull'effettivo raggiungimento degli OSM attraverso i progetti finanziati, che sul numero o sull'ammontare dei finanziamenti stessi.

*L'incremento degli aiuti e la cancellazione del debito.* – In termini puramente quantitativi e nella misura in cui sia riferita a crediti effettivamente esigibili, la cancellazione del debito rappresenta un trasferimento di risorse a favore di un paese povero, assimilabile agli aiuti come strumento di finanziamento dello sviluppo. La particolarità della cancellazione rispetto agli aiuti deriva dalle implicazioni in termini di incentivi per i beneficiari.

*Una condizione di indebitamento eccessivo può pregiudicare le prospettive di sviluppo del paese; l'onerosità del debito, infatti, può assorbire integralmente i benefici attesi dai progetti di investimento, scoraggiandoli anche in presenza di rendimenti positivi. D'altro canto, non va sottovalutato il rischio di azzardo morale, che potrebbe finire con l'incentivare un indebitamento eccessivo a svantaggio di quei paesi che, avendo intrapreso politiche virtuose, presentano condizioni debitorie relativamente più equilibrate.*

La comunità internazionale ha stabilito di intensificare gli sforzi in entrambe le direzioni, avendo cura di garantire l'efficacia sia degli aiuti sia della cancellazione del debito.

L'assistenza ufficiale dei paesi dell'OCSE ai PVS ha raggiunto, nel 2004, gli 80 miliardi di dollari (0,26 per cento del reddito nazionale lordo).

Rispetto al 2001, l'aumento in termini reali è stato del 18 per cento, mentre il peso sul reddito nazionale è rimasto sostanzialmente invariato. Circa la metà di tale incremento è rappresentato dalla cancellazione di debiti e più di un quarto dalle iniziative di assistenza in situazioni di emergenza; meno di un decimo ha assunto forme flessibili, ossia non legate a operazioni di cancellazione né vincolate a condizioni di impiego specifiche. La maggior parte dell'aumento degli aiuti è stata distribuita seguendo criteri geopolitici, non sulla base delle necessità relative al conseguimento degli OSM; l'Afghanistan e l'Iraq, per esempio, hanno assorbito più della metà di detti flussi.

Prime stime per il 2005 indicano un livello degli aiuti di 106 miliardi di dollari, pari allo 0,33 per cento del reddito nazionale lordo dei donatori. Vi hanno contribuito in misura preponderante le cancellazioni dei crediti nei confronti dell'Iraq e della Nigeria, rispettivamente per 14 e 5 miliardi di dollari.

Sulla base degli impegni assunti dai donatori, l'OCSE prevede per il 2010 un flusso annuo di aiuti pari a 130 miliardi di dollari. Dei 50 miliardi in più rispetto ai livelli del 2004, almeno la metà dovrebbe essere destinata all'Africa. L'obiettivo finale, per ciascun donatore, è quello di giungere allo 0,7 per cento del reddito nazionale lordo nel 2015. Il mantenimento degli impegni richiederà uno sforzo straordinario, soprattutto a quei paesi che presentano vincoli di bilancio particolarmente stringenti o dove l'incidenza degli aiuti ufficiali sul reddito nazionale è modesta.

*L'Italia è uno di questi paesi, con aiuti pari a 2,5 miliardi di dollari nel 2004 (0,15 per cento del reddito nazionale lordo). Le stime per il 2005 indicano un raddoppio del sostegno finanziario allo sviluppo (5 miliardi di dollari, 0,29 per cento del reddito). Per il 2006 il nostro paese si è impegnato a raggiungere lo 0,33 per cento del reddito.*

Con riferimento alla cancellazione del debito, all'iniziativa HIPC (Heavily Indebted Poor Countries) si è affiancata la Multilateral Debt Relief Initiative (MDRI), che consiste nella cancellazione di un ammontare di debito esigibile pari a circa 50 miliardi di dollari, in scadenza nell'arco dei prossimi 40 anni, dovuti dai paesi più poveri e altamente indebitati all'IDA (37 miliardi), all'ADF (9 miliardi) e all'FMI (3,4 miliardi).

Due sono i punti cruciali dell'iniziativa: in primo luogo, l'impegno dei paesi donatori a compensare l'IDA e l'ADF, via via che i debiti oggetto della cancellazione vengono a scadenza, al fine di preservare la capacità finanziaria di tali istituzioni; in secondo luogo, la garanzia che le risorse siano realmente aggiuntive e cioè non vengano reperite a scapito di quelle stanziare in occasione dei periodici cicli di ricapitalizzazione dei fondi.

Affinché l'iniziativa abbia successo è inoltre necessario garantire che le risorse liberate dalla cancellazione del debito siano effettivamente indirizzate dai paesi beneficiari al raggiungimento degli OSM e che gli stessi paesi non tornino in futuro a livelli di indebitamento insostenibili. In relazione a quest'ultimo aspetto potrebbe infatti accadere che i creditori che non partecipano all'iniziativa si avvantaggino del miglioramento del merito di credito del paese conseguente alla cancellazione, concedendo nuovi prestiti a tassi di mercato. Le istituzioni coinvolte stanno valutando l'introduzione di meccanismi volti a ridurre il rischio di free riding.