

2. IL COMMERCIO INTERNAZIONALE, LE BILANCE DEI PAGAMENTI E I MERCATI VALUTARI E FINANZIARI

Nel 2006 il commercio internazionale di beni e servizi ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti. Il dinamismo delle economie dell'Asia ha fornito un importante impulso allo sviluppo degli scambi e, in un contesto caratterizzato da ridotti margini di capacità produttiva inutilizzata, ha contribuito a spingere verso l'alto i prezzi del petrolio e delle altre materie di base.

Gli squilibri nei conti con l'estero si sono ancora ampliati, nonostante l'effetto di contenimento derivante dal rallentamento della domanda interna degli Stati Uniti e dall'accelerazione di quelle del Giappone e dell'area dell'euro. L'andamento delle ragioni di scambio ha continuato a favorire i paesi esportatori di petrolio e di altre materie prime. Le ulteriori risorse sono state impiegate, in misura maggiore rispetto agli anni precedenti, al sostegno della domanda interna. Sono rimasti comunque elevati i flussi di fondi che da questi paesi si sono riversati sui mercati internazionali; ciò ha contribuito a finanziare agevolmente il disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti, pari a quasi il 2 per cento del prodotto mondiale.

Le autorità della Cina e dei paesi esportatori di petrolio hanno contrastato le pressioni all'apprezzamento delle rispettive valute nei confronti del dollaro attraverso ingenti accumuli di riserve. Fra il gennaio del 2006 e la fine della seconda decade di maggio del 2007 la valuta statunitense si è deprezzata in termini effettivi del 6 per cento, come risultato di andamenti molto difforni nei confronti delle principali valute; in particolare il dollaro si è indebolito del 12 per cento rispetto all'euro ed è rimasto pressoché invariato rispetto allo yen.

I mercati finanziari hanno continuato a essere caratterizzati da bassa variabilità e da prezzi tendenzialmente crescenti. L'emergere di incertezze sull'evoluzione futura delle politiche monetarie, in particolare negli Stati Uniti, ha però generato turbolenze che hanno investito principalmente i mercati azionari, soprattutto nei paesi emergenti. Queste turbolenze, seppur di breve durata, hanno mostrato che, via via che le condizioni monetarie divengono meno accomodanti, i mercati possono reagire bruscamente anche a shock di modesta entità.

Il commercio internazionale e gli investimenti diretti

Nel 2006 gli scambi mondiali di beni e servizi si sono espansi di circa il 9 per cento a prezzi costanti (7,4 nel 2005), segnando un'accelerazione superiore a quella del prodotto, in parte dovuta alla ripresa degli investimenti che attivano in misura elevata domanda estera.

Il maggior impulso è venuto dai paesi emergenti e in via di sviluppo, le cui importazioni si sono accresciute del 15 per cento (12,1 nel 2005), trainate dal dinamismo della domanda nelle economie asiatiche. Anche nel complesso dei paesi avanzati il ritmo di sviluppo delle importazioni è aumentato (al 7,4 per cento, dal 6,1 nel 2005), sostenuto dall'elevata espansione dei flussi nell'area dell'euro (7,8 per cento, da 5,2) che ha più che compensato il lieve rallentamento negli Stati Uniti (5,8 per cento, da 6,1).

Le esportazioni dei paesi emergenti dell'Asia, e in particolare quelle della Cina, hanno continuato a crescere a ritmi nettamente superiori ai flussi delle altre regioni. Anche le vendite all'estero delle principali economie avanzate sono risultate molto dinamiche, grazie all'impulso derivante dalla ripresa della domanda mondiale di beni di investimento; quelle degli Stati Uniti (cresciute dell'8,9 per cento) e del Giappone (9,6 per cento) hanno beneficiato anche del deprezzamento delle rispettive valute.

Nell'ultimo quadriennio il processo di integrazione internazionale dei mercati dei beni e dei servizi si è ulteriormente rafforzato: il tasso di crescita medio annuo dell'interscambio commerciale mondiale, salito già negli anni novanta al 6,5 per cento, un valore doppio rispetto a quello del prodotto, dal 2003 è stato pari al 9,1 per cento. Tra il 1990 e il 2006 il valore degli scambi internazionali in rapporto al prodotto (valutato alle parità dei poteri d'acquisto) è salito dal 32 al 44 per cento.

Un impulso rilevante allo sviluppo del commercio è provenuto dal suo estendersi alle economie emergenti che hanno beneficiato di ampie misure di liberalizzazione. Nel decennio in corso le importazioni di questi paesi hanno contribuito per oltre un terzo alla crescita dell'interscambio mondiale, raddoppiando il proprio apporto rispetto agli anni novanta. Queste tendenze si dovrebbero ancora accentuare tenendo conto che alcuni paesi importanti, primo fra tutti l'India, sono relativamente chiusi.

I paesi emergenti, che fino agli anni ottanta esportavano soprattutto materie prime, hanno notevolmente rafforzato la propria capacità produttiva nel settore dei manufatti. Espressa a valori correnti, la loro quota sulle esportazioni mondiali di tali beni, mantenutasi pressoché costante al 20 per cento fino all'inizio degli anni novanta, è progressivamente aumentata, raggiungendo il 33 per cento nel 2005 (tav. 2.1). Dal 2000 la sua crescita è attribuibile principalmente alla forte espansione delle esportazioni della Cina, la cui quota sui flussi mondiali è salita dal 4,9 al 10,1 per cento.

Le pressioni concorrenziali dei paesi emergenti si sono manifestate dapprima prevalentemente nei comparti dei beni di consumo maturi (in particolare, tessile e abbigliamento) nella cui produzione si utilizza in misura più intensa lavoro non qualificato e non sono necessari elevati investimenti in capitale fisico e in innovazione tecnologica. Dagli anni novanta esse si sono via via estese anche ai settori a più elevata intensità di capitale e a contenuto tecnologico medio-alto: tra il 1990 e il 2002 la quota di mercato detenuta dai paesi emergenti sul complesso delle importazioni dei paesi industriali è salita dall'11 al 26 per cento nell'insieme dell'industria automobilistica e degli altri comparti della meccanica; nel settore dei prodotti elettronici e delle telecomunicazioni si concentra ormai il 36 per cento delle esportazioni di questi paesi, dal 26 nel 1990.

L'integrazione internazionale rimane, invece, scarsa per i prodotti agricoli a causa delle elevate barriere commerciali ancora presenti anche nei paesi industriali, sotto forma di dazi e limiti quantitativi alle importazioni e sussidi ai produttori nazionali. Tali barriere sono sopravvissute agli esiti dell'ultimo round di liberalizzazione multilaterale del commercio concluso nel 1994 (Uruguay Round) e la loro riduzione è oggetto di profonda controversia nei negoziati in corso (Doha Round).

Tavola 2.1

Quote dei paesi industriali ed emergenti sulle esportazioni mondiali di manufatti (valori percentuali; flussi in dollari)						
ESPORTATORI	1980	1985	1990	1995	2000	2005
Paesi industriali	81,4	80,5	82,5	78,0	73,4	66,7
Giappone	11,3	14,5	11,8	11,9	10,1	7,9
Stati Uniti	13,1	12,8	12,5	12,7	14,5	10,5
UE-15 (1)	50,8	45,8	51,7	47,0	42,5	42,9
Paesi emergenti e in via di sviluppo (2)	18,6	19,5	17,5	22,0	26,6	33,3
Paesi di recente industrializzazione dell'Asia	4,7	6,7	7,4	8,6	8,5	7,7
ASEAN-4 (3)	0,6	1,0	1,9	3,8	4,5	3,8
Cina	0,8	0,9	1,9	3,5	4,9	10,1
India	0,5	0,5	0,5	0,7	0,8	1,0
Altri paesi	12,0	10,5	5,7	5,5	7,9	10,7
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaborazioni su dati OMC.
(1) Include le esportazioni intra-europee. – (2) Include i paesi di recente industrializzazione dell'Asia. – (3) Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia.

L'affermarsi delle opportunità di crescita delle economie emergenti, combinate con la disponibilità di lavoro qualificato a costi contenuti, ha favorito il cospicuo aumento degli investimenti diretti esteri (IDE) verso quelle economie. A fronte di flussi mondiali di IDE passati da 100 miliardi di dollari all'anno nella media degli anni ottanta a quasi 1.000 nel decennio in corso, quelli destinati ai paesi emergenti sono aumentati di 14 volte, raggiungendo quasi la metà del totale nel 2006 (tav. 2.2). L'espansione degli IDE è stata particolarmente intensa nei paesi dell'Europa centrale e orientale, grazie alle accresciute prospettive di integrazione commerciale e finanziaria con la UE, e in Cina che nell'ultimo biennio ha assorbito 70 miliardi all'anno.

Tavola 2.2

Afflussi di investimenti diretti esteri per paese e area di destinazione (1) (flussi medi annui in miliardi di dollari)						
PAESI	1980-89	1990-94	1995-99	2000-04	2005	2006
Paesi industriali (2)	72,3	130,5	404,5	564,5	508,3	762,3
Giappone	0,2	1,4	3,9	7,6	2,8	-8,2
Stati Uniti	33,7	37,2	140,9	144,7	99,4	177,3
UE-15	28,6	75,2	221,8	349,3	387,9	510,7
Paesi emergenti e in via di sviluppo (3)	21,6	70,5	202,4	261,1	408,0	468,1
America latina	7,4	18,6	72,2	79,9	103,7	99,0
di cui: <i>Argentina</i>	0,6	3,0	10,6	4,1	4,7	3,3
<i>Brasile</i>	1,7	1,5	18,3	20,0	15,1	14,8
<i>Messico</i>	2,4	5,4	11,5	19,2	18,1	16,5
Asia	11,5	40,1	96,4	122,6	189,9	212,9
di cui: <i>Cina</i>	1,6	16,0	42,1	50,9	72,4	70,0
<i>Corea del Sud</i>	0,3	0,8	4,1	5,4	7,2	0,5
<i>Hong Kong</i>	2,1	4,6	13,5	28,6	35,9	41,4
<i>India</i>	0,1	0,4	2,6	4,9	6,6	9,5
<i>Singapore</i>	1,9	5,2	11,8	12,9	20,1	3,9
Paesi dell'Europa centrale e orientale ed ex URSS (4)	0,3	7,1	24,4	42,7	83,4	117,5
Totale	93,9	201,1	606,9	825,6	916,3	1.230,4

Fonte: elaborazioni su dati UNCTAD, *World Investment Report*.
(1) Al netto dei disinvestimenti. – (2) Include Israele. – (3) Include i paesi di recente industrializzazione dell'Asia. – (4) Include Cipro, Slovenia e Turchia.

Le consistenze degli IDE, pari nel 1985 ad appena il 7 per cento del prodotto mondiale, ammontano oggi a circa 10.000 miliardi di dollari che ne rappresentano il 23 per cento. All'aumento del peso delle imprese transnazionali sull'attività economica mondiale hanno contribuito anche le nuove tecnologie, che hanno reso possibile frammentare la produzione in molteplici fasi che possono essere svolte in diverse località in modo da trarre vantaggio da differenze nei costi tra paesi e da economie di scala nella produzione. Secondo stime dell'UNCTAD, nel 2005 le affiliate estere di imprese transnazionali impiegavano circa 60 milioni di lavoratori generando il 10 per cento del prodotto e delle esportazioni mondiali. In Cina il commercio di beni è dominato dall'attività delle imprese di proprietà estera che nel 2006 hanno prodotto il 40 per cento delle esportazioni del paese.

Gli IDE comportano solitamente, oltre al trasferimento di risorse finanziarie, anche quello di tecnologia e di risorse organizzative e manageriali dal paese investitore: essi rappresentano pertanto uno dei più importanti canali indiretti di diffusione dell'innovazione tecnologica dai paesi avanzati a quelli meno sviluppati. Anche l'attività di produzione dell'innovazione tende sempre più a delocalizzarsi internazionalmente; stime dell'UNCTAD indicano che circa il 16 per cento della spesa complessiva del settore privato in attività di ricerca e sviluppo viene effettuato presso consociate estere di imprese transnazionali, a fronte dell'11 per cento di dieci anni fa. Questo processo ha consentito ad alcune economie di recente industrializzazione quali la Corea del Sud e Taiwan di sviluppare una loro significativa capacità di innovazione.

I prezzi delle materie di base

Nel 2006 il mercato del petrolio ha continuato a essere caratterizzato da forti tensioni. Il prezzo del greggio (media delle tre principali qualità) è cresciuto del 20 per cento nella media dell'anno, salendo a 64,3 dollari al barile (53,4 nel 2005; fig. 2.1). Dall'inizio della fase ascendente avviata nel 2003 l'aumento delle quotazioni è stato del 140 per cento circa in termini nominali, del 130 in termini reali.

Gli incrementi e l'elevata variabilità dei prezzi del petrolio registrati nella prima parte del 2006 sono riconducibili, come nell'anno precedente, alla persistente rigidità dell'offerta, che ha reso le quotazioni molto reattive anche a shock di piccole dimensioni; dopo i consistenti rincari nei mesi di aprile e di luglio scorsi, le quotazioni hanno toccato il 7 agosto il massimo storico di 75,6 dollari. Nella restante parte del 2006 fino al gennaio scorso l'allentamento delle tensioni internazionali e la debolezza della domanda nelle principali economie avanzate, riflesso principalmente di condizioni climatiche eccezionalmente miti nell'emisfero settentrionale, hanno favorito una temporanea discesa dei prezzi, fino a livelli vicini ai 50 dollari.

Da febbraio i prezzi hanno ripreso a salire; vi hanno concorso, dappri-

Figura 2.1



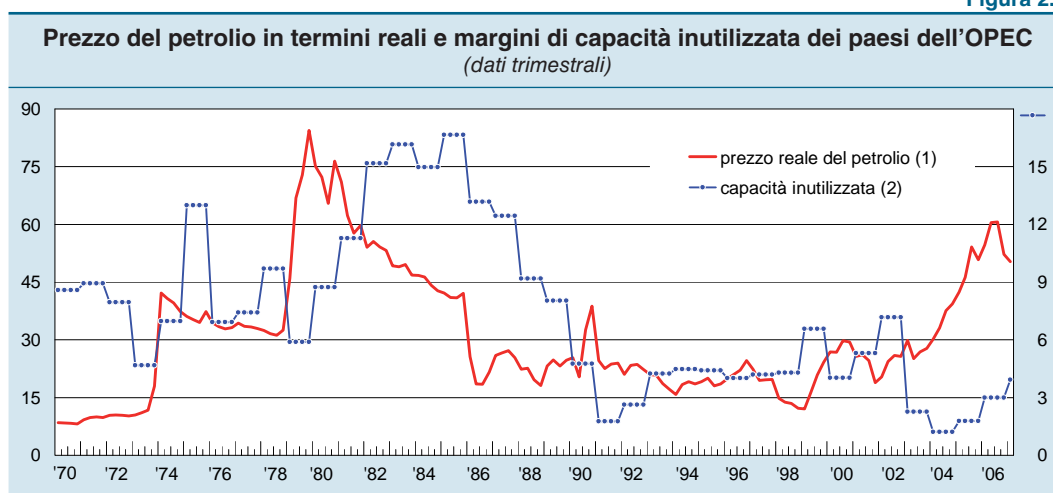
Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.

(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili; i dati relativi a maggio 2007 si basano solamente sui primi 22 giorni del mese. Per i futures, quotazioni del 22 maggio. Le tre principali qualità sono Brent, Dubai e WTI.

ma, il rafforzamento della domanda nei principali paesi industriali e gli effetti dei tagli alla produzione precedentemente decisi dal cartello dell'OPEC (per complessivi 1,7 milioni di barili al giorno, pari al 2 per cento della domanda mondiale) e, successivamente, l'inasprirsi delle tensioni in Iran e Nigeria. Sulla base delle indicazioni desumibili dai contratti futures sulla qualità WTI quotati sul mercato NYMEX il 22 maggio scorso, i prezzi, pari allora a 64,9 dollari, salirebbero nel dicembre 2007 a 68,9 dollari.

Il livello, ancora basso nel confronto storico, dei margini di capacità produttiva inutilizzata dei principali paesi dell'OPEC costituisce il principale fattore di rigidità dell'offerta petrolifera nel breve periodo (fig. 2.2). Il lieve incremento dei margini registrato nel 2006 non appare sufficiente ad allentare le tensioni sui prezzi anche perché è da ricondursi soprattutto alla riduzione della produzione attuata dall'OPEC piuttosto che a un ampliamento della capacità produttiva. Anche nel medio termine non appare probabile un miglioramento significativo delle condizioni di fondo del mercato. Sebbene i recenti rialzi delle quotazioni abbiano stimolato una ripresa degli investimenti, l'elevata concentrazione geografica delle risorse petrolifere più facilmente estraibili, il contesto non favorevole agli investimenti diretti in alcune importanti aree produttrici (in particolare, Nigeria, Russia e Venezuela) e l'ampio lasso di tempo necessario ad avviare l'attività di estrazione nei nuovi giacimenti costituiscono ostacoli strutturali all'ampliamento della capacità produttiva.

Figura 2.2



Fonte: FMI e OCSE.

(1) Rapporto tra la quotazione media in dollari delle tre principali qualità di greggio e l'indice (anno base 2000=1) dei prezzi al consumo del G7, espressi in dollari. Scala di sinistra. – (2) In percentuale della domanda mondiale di petrolio. Scala di destra.

I prezzi delle materie prime non energetiche, in notevole aumento anche nel 2006 (28,4 per cento), hanno raggiunto valori superiori di quasi il 70 per cento a quelli del 2003. L'incremento ha continuato a riflettere soprattutto quello della componente dei metalli (che pesa per circa il 30 per cento sull'indice complessivo), i cui prezzi sono molto sensibili al ciclo economico. Il loro rincaro, pari al 56,5 per cento nel 2006, è riconducibile soprattutto all'aumento della domanda, in particolare da parte della Cina.

I prezzi dei beni alimentari e quelli dei prodotti agricoli non alimentari, rimasti sostanzialmente invariati nel 2005, lo scorso anno sono aumentati del 9,9 e del 10,1 per cento, rispettivamente, sospinti da limitazioni temporanee dell'offerta (le scorte di grano hanno toccato il valore minimo degli ultimi ventisei anni a causa del cattivo

andamento dei raccolti) in un contesto di elevata espansione della domanda di colture (tra cui il mais e la soia) utilizzabili come biomasse per la produzione di combustibili.

Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti e i tassi di cambio

Nel 2006 gli squilibri nelle bilance dei pagamenti di parte corrente si sono ulteriormente ampliati, nonostante la riduzione dei divari di crescita della domanda interna fra le principali aree industrializzate. Il rincaro del petrolio ha sospinto gli avanzzi dei paesi esportatori di fonti di energia e determinato l'ulteriore deterioramento del disavanzo degli Stati Uniti. Il surplus corrente della Cina è aumentato in misura consistente.

Il saldo negativo del conto corrente degli Stati Uniti è salito a 857 miliardi di dollari (6,5 per cento del PIL), da 792 nel 2005 (tav. 2.3). Il peggioramento del disavanzo commerciale (836 miliardi, da 783 nel 2005) è da ascrivere pressoché interamente all'incremento degli esborsi per importazioni petrolifere; al netto di questi ultimi, il deficit si è leggermente ridotto in rapporto al PIL, beneficiando dell'ampliamento del differenziale positivo di crescita tra le quantità esportate e quelle importate. Il saldo dei redditi da capitale, positivo fino al 2005 nonostante l'elevata posizione debitoria netta sull'estero del paese, è divenuto leggermente negativo.

Il disavanzo corrente statunitense ha continuato a essere finanziato prevalentemente da afflussi di capitali privati dall'estero, saliti a 1.464 miliardi di dollari, da 1.013 nel 2005 (tav. 2.4). Dal 2001 questi sono per la maggior parte costituiti da acquisti di titoli obbligazionari; il netto aumento, registrato lo scorso anno, di quelli di obbligazioni societarie a più elevato rendimento e rischiosità può implicare una maggiore vulnerabilità a mutamenti repentini della fiducia degli investitori. Gli afflussi facenti capo ad autorità ufficiali estere, che si erano quasi dimezzati nel 2005, hanno ripreso a espandersi a ritmi elevati (300 miliardi).

Secondo le valutazioni dell'FMI, alla fine del 2006 l'incidenza sul prodotto della posizione debitoria netta degli Stati Uniti dovrebbe essere rimasta sostanzialmente invariata rispetto al 2005 (20,4 per cento). Come nei precedenti quattro anni, il deterioramento dovuto al disavanzo corrente sarebbe stato compensato dagli effetti positivi derivanti dalla variazione del controvalore in dollari delle attività e delle passività sull'estero; in particolare, nel 2006 il deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro avrebbe favorito una rivalutazione delle attività detenute dai residenti, che sono per circa il 20 per cento denominate nella valuta europea.

All'espansione dell'attivo corrente del complesso delle economie dell'Asia, a 541 miliardi di dollari, ha contribuito soprattutto la Cina, il cui surplus è salito a 250 miliardi (9,5 per cento del PIL). L'avanzo dei paesi dell'ASEAN-4 (Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia) è triplicato (43 miliardi), mentre quello del Giappone è rimasto sostanzialmente invariato (170 miliardi).

Il surplus dei principali paesi esportatori di petrolio è passato a 437 miliardi di dollari, da 368 nel 2005; è nettamente aumentata, rispetto agli anni precedenti, l'intensità con cui questi paesi hanno utilizzato i maggiori ricavi petroliferi per innalzare il loro livello di consumi e investimenti (*responding*): il rapporto tra la variazione delle importazioni di soli beni e quella degli introiti petroliferi è infatti salito, nell'insieme di questi paesi, dal 54 per cento del 2005 al 120 del 2006 (tav. 2.5); l'aumento è stato particolarmente elevato per Messico, Norvegia e Russia.

Tavola 2.3

Saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti e flussi di riserve valutarie						
VOCI	Saldo di conto corrente				Flussi di riserve valutarie	
	2005		2006		2005	2006 (1)
	in miliardi di dollari	in percentuale del PIL	in miliardi di dollari	in percentuale del PIL	in miliardi di dollari	in miliardi di dollari
Area dell'euro (2)	-2,0	..	-5,9	-0,1	-27,3	12,3
Giappone	165,8	3,6	170,4	3,9	0,4	45,4
Stati Uniti	-791,5	-6,4	-856,7	-6,5	-21,8	0,8
Asia	247,5	4,8	370,3	6,2	234,8	382,7
Paesi di recente industrializzazione dell'Asia (3)						
<i>Corea del sud</i>	15,0	1,9	6,1	0,7	11,3	28,6
<i>Hong Kong</i>	20,3	11,4	19,4	10,2	0,7	8,9
<i>Singapore</i>	28,6	24,5	36,4	27,5	3,6	20,5
<i>Taiwan</i>	16,0	4,6	25,2	7,1
ASEAN-4	14,8	2,1	43,4	4,8	6,8	38,9
<i>Filippine</i>	2,4	1,8	5,0	3,1	2,8	4,1
<i>Indonesia</i>	0,3	0,1	9,6	2,6	-2,0	7,9
<i>Malaysia</i>	20,0	15,2	25,5	15,8	4,0	12,3
<i>Thailandia</i>	-7,9	-4,5	3,2	1,6	2,0	14,6
India	-7,9	-1,0	-10,1	-1,1	5,3	38,8
Cina	160,8	7,2	249,9	9,5	207,0	247,0
Paesi esportatori di petrolio	367,9	11,3	437,0	11,3	112,9	212,9
OPEC (4)	242,2	17,0	287,9	16,9	45,3	81,1
<i>Algeria</i>	21,2	20,7	27,9	24,4	13,1	21,6
<i>Arabia Saudita</i>	90,8	29,3	95,5	27,4	-0,8	1,0
<i>Emirati Arabi Uniti</i>	20,5	15,8	27,4	16,3	2,5	6,6
<i>Indonesia</i>	0,3	0,1	9,6	2,6	-2,0	7,9
<i>Iran</i>	14,0	7,4	14,3	6,7
<i>Kuwait</i>	32,7	40,5	41,4	43,1	0,6	3,7
<i>Libia</i>	17,3	41,6	24,4	48,5	13,8	19,8
<i>Nigeria</i>	9,1	9,2	14,1	12,2	11,3	14,2
<i>Qatar</i>	10,7	25,2	6,1	11,6	1,1	0,8
<i>Venezuela</i>	25,5	17,8	27,2	15,0	5,5	5,5
Messico	-4,9	-0,6	-1,5	-0,2	9,9	2,2
Norvegia	46,7	15,5	56,1	16,7	2,7	9,9
Russia	83,8	11,0	94,5	9,6	55,1	119,7

Fonte: FMI e statistiche nazionali.
(1) Nigeria primi undici mesi. – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 13 paesi. – (3) I flussi di riserve valutarie escludono Taiwan. – (4) L'aggregato OPEC non include l'Iraq. I flussi di riserve valutarie escludono l'Iran.

Tavola 2.4

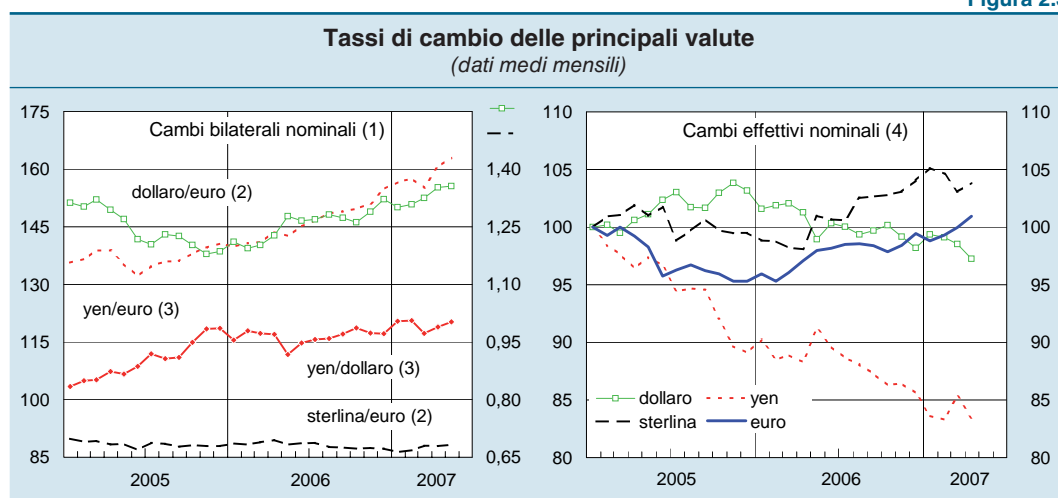
Bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti: afflussi di capitali da parte di non residenti (1)						
<i>(miliardi di dollari)</i>						
VOCI	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Totale	782,9	797,8	864,8	1.450,2	1.212,2	1.764,9
<i>Per tipo di flusso</i>						
Investimenti diretti	167,0	84,4	64,0	133,2	109,8	183,6
Investimenti di portafoglio	428,3	427,6	520,3	766,2	908,5	939,6
di cui: <i>azioni</i>	121,5	54,1	34,0	61,8	86,6	119,8
<i>titoli di debito</i>	306,9	373,5	486,3	704,4	821,9	819,8
Altri investimenti	187,5	285,8	280,5	550,9	193,9	641,7
<i>Per tipo di investitore estero</i>						
Afflussi di capitali da investitori privati	754,8	681,9	586,5	1.062,4	1.012,8	1.464,4
Afflussi di capitali da autorità ufficiali	28,1	115,9	278,3	387,8	199,5	300,5
<i>Per memoria:</i>						
Saldo del conto corrente	-389,0	-472,4	-527,5	-665,3	-791,5	-856,7
Saldo del conto capitale	-1,3	-1,5	-3,3	-2,3	-4,4	-3,9
Saldo del conto finanziario (2)	400,2	503,2	538,4	582,4	785,4	719,1
Investimenti diretti	24,7	-70,1	-85,9	-111,0	100,7	-65,3
Investimenti di portafoglio	337,7	379,0	373,6	619,6	728,4	661,9
Altri investimenti	42,8	197,9	249,2	70,9	-57,8	120,1
Variazione delle riserve	-4,9	-3,7	1,5	2,8	14,1	2,4
Errori e omissioni	-10,0	-29,3	-7,5	85,1	10,4	141,4

Fonte: Bureau of Economic Analysis.

(1) Al netto dei disinvestimenti. – (2) Afflussi netti da parte di non residenti meno deflussi netti da residenti.

L'andamento del dollaro nei confronti del renminbi, delle valute dei principali paesi esportatori di petrolio e dello yen non ha favorito il riassorbimento degli squilibri. Nel 2006 la valuta statunitense si è indebolita in termini effettivi nominali del 5 per cento (fig. 2.3). Il dollaro, tuttavia, si è deprezzato in misura molto contenuta nei confronti della moneta cinese (3 per cento) e di quelle dei principali paesi esportatori di petrolio.

Figura 2.3



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda; i dati relativi a maggio 2007 si basano solamente sui primi 18 giorni del mese. – (2) Scala di destra. – (3) Scala di sinistra. – (4) Indici: gennaio 2005=100. Un aumento indica un apprezzamento.

Tavola 2.5

Indicatori di intensità di <i>respending</i> per i principali paesi esportatori di petrolio (1)					
PAESI	Rapporto fra la variazione delle importazioni totali di beni e la variazione delle esportazioni di petrolio				
	1978-81	1979-81	2003-06		
			di cui:		
			2005	2006	
Algeria	0,30	0,21	0,26	0,14	0,17
Arabia Saudita	0,25	0,17	0,38	0,26	0,80
Emirati Arabi Uniti	0,68	0,62	1,37	1,02	1,36
Iran	0,29	-0,25	0,91	0,23	1,77
Kuwait	0,38	0,53	0,24	0,25	0,20
Libia	2,10	1,60	0,19	0,19	0,26
Messico	1,53	1,41	3,60	3,04	4,74
Nigeria	1,58	2,16	0,46	0,45	0,83
Norvegia	0,73	1,63	1,22	0,62	2,65
Qatar	0,29	0,29	0,62	0,39	-0,80
Russia	0,98	0,68	0,95	0,72	1,22
Venezuela	0,20	0,09	0,51	0,44	0,82
Totale	0,62	0,53	0,78	0,54	1,20
<i>Per memoria:</i>					
Totale escluso il Messico	0,52	0,45	0,64	0,44	0,99
Totale escluso il Messico e incluse le esportazioni di gas naturale della Russia	0,61	0,42	0,90

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati FMI.
(1) Esclusa l'Indonesia.

La Cina ha continuato a contrastare le spinte all'apprezzamento del tasso di cambio accumulando riserve a un ritmo crescente, 247 miliardi di dollari nel 2006 (tav. 2.3), circa 40 miliardi in più rispetto all'aumento medio dei due anni precedenti; le riserve valutarie hanno raggiunto un livello pari a 1.069 miliardi alla fine dello scorso anno. Il ritmo di accumulazione delle riserve è accelerato anche nei paesi esportatori di petrolio; nel 2006 queste sono salite a 752 miliardi. Il dollaro è rimasto sostanzialmente invariato anche nei confronti dello yen; in termini effettivi nominali, la valuta giapponese si è deprezzata del 3,9 per cento, per le massicce vendite, a pronti e a termine, legate a operazioni di tipo *carry trade* (cfr. il riquadro: *Le operazioni finanziarie di carry trade e il loro recente impatto sul cambio dello yen*, in *Bollettino Economico*, n. 48, 2007, p. 11).

Nel biennio 2004-05 la banca centrale della Cina aveva impiegato 60 miliardi di dollari delle riserve ufficiali per interventi di ricapitalizzazione delle banche commerciali; alla fine del primo trimestre del 2007 i crediti in sofferenza di questo settore ammontavano ancora a oltre 160 miliardi di dollari, pari al 7 per cento del totale dei prestiti (contro circa il 25 per cento all'inizio del 2004). Il 18 maggio 2007 le autorità cinesi hanno ampliato la banda di oscillazione del renminbi nei confronti del dollaro, da $\pm 0,3$ a $\pm 0,5$ per cento attorno alla parità centrale, fissata al valore di chiusura del giorno precedente; contestualmente, hanno innalzato dal 5 al 10 per cento le imposte sulle esportazioni di alcuni beni, tra cui l'acciaio, allo scopo di rallentarne l'espansione.

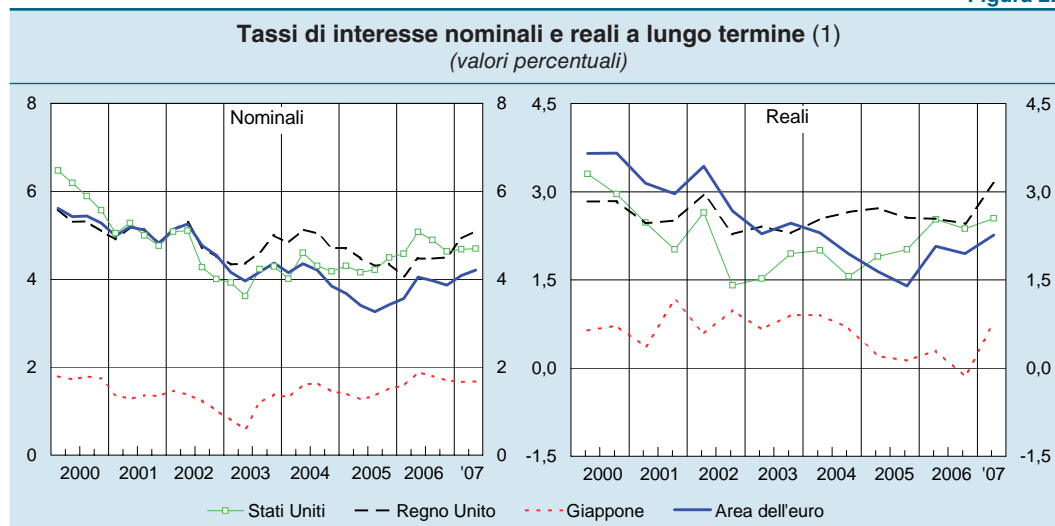
Il deprezzamento del dollaro osservato nel 2006 è stato, invece, marcato nei confronti dell'euro e della sterlina, pari al 10,4 e al 12,2 per cento, rispettivamente. Vi ha contribuito la diminuzione dei differenziali d'interesse a breve termine attesi tra gli Stati Uniti e i paesi europei, da collegarsi anche alla riduzione dei divari di crescita.

Lo scorso 13 aprile, nel comunicato emesso al termine degli incontri di Washington, i Ministri delle finanze e i Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Sette hanno ribadito la necessità di una maggiore flessibilità dei tassi di cambio dei paesi emergenti con ampi e crescenti surplus commerciali, soprattutto della Cina, al fine di favorire l'aggiustamento degli squilibri nei conti con l'estero delle principali aree (cfr. il capitolo 3: *La cooperazione economica internazionale*).

I mercati finanziari

Negli Stati Uniti, i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali, che dalla metà del 2004 avevano oscillato su livelli di poco inferiori al 4,5 per cento, hanno preso a salire dall'inizio del 2006, fino al 5,2 per cento in giugno. L'aumento ha riflesso un forte rialzo dei premi richiesti dagli investitori a fronte della crescente incertezza circa la congiuntura statunitense; vi avrebbe contribuito anche una diminuzione degli acquisti di titoli statunitensi a lunga scadenza da parte di non residenti. In particolare, tra la metà di maggio e la fine di giugno, l'emergere di attese di rialzi dei tassi ufficiali anche nel secondo semestre del 2006 ha determinato un repentino aumento della variabilità dei corsi obbligazionari. Le tensioni, che hanno investito anche i mercati azionari internazionali, si sono allentate dalla fine di giugno quando la Riserva federale ha segnalato che il rallentamento dell'economia avrebbe contenuto le pressioni sui prezzi, lasciando intendere che la fase di rialzo dei tassi ufficiali era prossima a concludersi. Da allora i tassi d'interesse a lungo termine sono scesi e, dalla fine di agosto, sono tornati a oscillare in un intervallo compreso tra il 4,5 e il 4,8 per cento (fig. 2.4).

Figura 2.4



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 2007 sono aggiornati sino al 18 maggio); dati medi di aprile e ottobre per i tassi reali. Questi ultimi sono calcolati con le aspettative d'inflazione al consumo di *Consensus Forecasts* sull'orizzonte 6 - 10 anni (per il Giappone 4 anni).

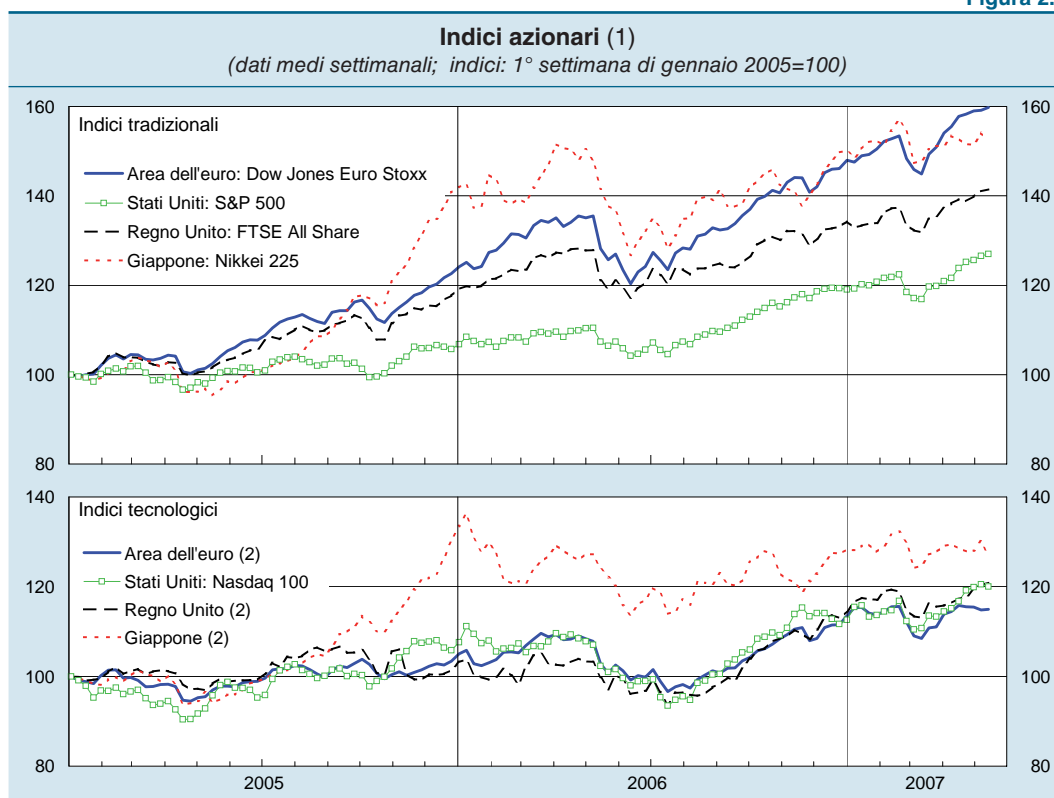
I corrispondenti rendimenti a indicizzazione reale, pari al 2 per cento all'inizio del 2006, sono aumentati fino al 2,6 alla fine di giugno; successivamente, sono scesi gradualmente fino ad attestarsi attorno al 2,3 per cento alla fine della seconda decade di maggio dell'anno in corso. Corretti per le aspettative di inflazione di lungo periodo desunte da *Consensus Forecasts*, i tassi d'interesse a 10 anni hanno mostrato un anda-

mento analogo, salendo dal 2 al 2,5 per cento tra l'ottobre del 2005 e l'aprile del 2006 e scendendo lievemente nei mesi successivi (fig. 2.4).

Il differenziale d'interesse sulle lunghe scadenze fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro è rimasto invariato nella prima metà del 2006, attorno a 1,1 punti percentuali; da allora esso si è gradualmente ridotto, fino a 0,5 punti nel maggio di quest'anno, anche in virtù dell'accelerazione dell'attività economica nell'area dell'euro (cfr. il capitolo 6: *La politica monetaria comune*). L'analogo differenziale con il Regno Unito ha avuto un andamento simile, oscillando attorno a 0,4 punti percentuali nella prima metà del 2006 e riducendosi fino a divenire negativo nei mesi successivi, per le attese di restrizione delle condizioni monetarie da parte della Banca d'Inghilterra. In Giappone i rendimenti, pari all'1,5 per cento dallo scorcio del 2005, sono saliti rapidamente fino a quasi il 2 per cento nel maggio del 2006, riflettendo le aspettative di una inversione in senso restrittivo dell'orientamento della politica monetaria; dalla fine di agosto si sono attestati su valori leggermente più bassi.

Anche nel 2006 i premi per il rischio sulle obbligazioni private statunitensi si sono mantenuti su valori bassi nel confronto storico, di poco superiori ai minimi raggiunti alla fine del 2004. Per le imprese con elevato merito di credito il differenziale di rendimento rispetto ai titoli del Tesoro decennali si è attestato attorno a 1,3 punti percentuali; quello per i titoli high yield a 3,5 punti. Tali differenziali hanno risentito in misura contenuta delle turbolenze che hanno investito i mercati finanziari tra maggio e giugno del 2006 e, più di recente, tra febbraio e marzo di quest'anno. I corsi delle obbligazioni private sono stati sostenuti dagli elevati utili, correnti e attesi, delle imprese.

Figura 2.5



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) L'ultimo dato disponibile è quello della settimana terminante il 18 maggio 2007. - (2) Indice del settore tecnologico costruito da Thomson Financial Datastream.

La vigorosa crescita degli utili ha sospinto anche i listini azionari. Tra l'inizio del 2006 e la fine della seconda decade di maggio di quest'anno negli Stati Uniti l'indice Standard & Poor's 500 è aumentato del 20 per cento; nell'area dell'euro e nel Regno Unito, gli indici Dow Jones Euro Stoxx e FTSE All Share sono aumentati del 30 e del 20 per cento, rispettivamente (cfr. il capitolo 13: *I mercati finanziari e gli investitori istituzionali*). In Giappone l'indice Nikkei 225, dopo i forti rialzi osservati nel 2005 (pari al 40 per cento), dall'inizio del 2006 ha segnato un guadagno più modesto, pari al 9 per cento (fig. 2.5). I rapporti tra corsi azionari e utili correnti negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sono rimasti pressoché invariati; alla fine della seconda decade di maggio si collocavano, rispettivamente, a 18 e a 16, valori prossimi a quelli medi degli ultimi venti anni.

Cali marcati, seppure temporanei, delle quotazioni azionarie si sono registrati tra la metà di maggio e la fine di giugno del 2006 negli Stati Uniti, nell'area dell'euro, in Giappone e nel Regno Unito, con perdite comprese tra il 6 e il 16 per cento; alla fine di febbraio del 2007 nuove turbolenze sono state innescate da una brusca caduta della borsa di Shanghai e dalle preoccupazioni per un rallentamento dell'economia statunitense, anche in relazione al deterioramento del mercato dei mutui ipotecari concessi a famiglie con basso merito di credito (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*).

Nel 2006 i volumi scambiati nei mercati organizzati dei derivati hanno segnato una crescita sostenuta, proseguendo una tendenza avviata nel 2001. I valori nozionali delle opzioni sono complessivamente saliti del 24 per cento (31 per cento nel 2005), quelli dei futures del 19 per cento (14 per cento nel 2005). Le consistenze di tali contratti hanno raggiunto, rispettivamente, i 44.800 e i 25.700 miliardi di dollari, valori tre volte superiori a quelli del 2001. L'accentuarsi delle incertezze circa le decisioni della Riserva federale e della Banca del Giappone nel secondo trimestre dello scorso anno hanno favorito un incremento della domanda di futures e di opzioni sui tassi di interesse, che costituiscono circa il 90 per cento del valore nozionale dei contratti in essere.

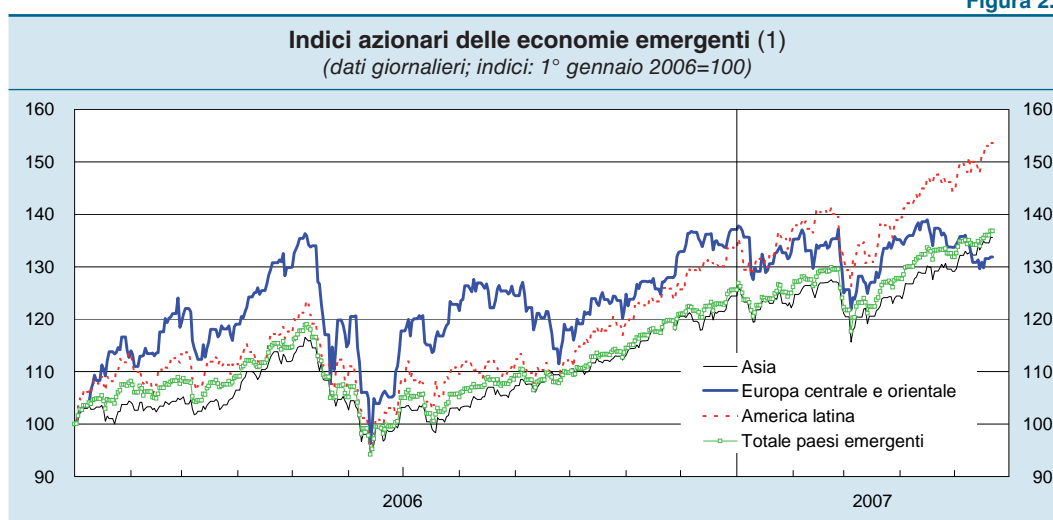
È ancora aumentato il ricorso a strumenti derivati che consentono il trasferimento del rischio di credito. Secondo i dati dell'International Swaps and Derivatives Association il valore nozionale dei credit default swap in essere sui mercati over-the-counter è raddoppiato anche nel 2006, come nel 2005, superando i 34.000 miliardi di dollari (era pari ad appena 1.560 miliardi nel 2001). Nella riunione dello scorso marzo il Financial Stability Forum (FSF) ha sottolineato come la diffusione di tali strumenti abbia facilitato la gestione e la diversificazione dei rischi di credito, anche se permangono dubbi circa il funzionamento di questi mercati nell'eventualità di turbolenze. Il FSF ha inoltre esortato gli operatori a rafforzare le infrastrutture operative, a migliorarne la trasparenza e a potenziare le procedure di stress testing.

Nel corso del 2006 le condizioni finanziarie nei principali paesi emergenti sono rimaste complessivamente distese. I premi per il rischio, misurati dal differenziale di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine denominati in dollari e quelli del Tesoro statunitense, hanno continuato a diminuire, scendendo da 2,4 punti percentuali a 1,7 alla fine dell'anno, per l'insieme delle economie emergenti. Il fenomeno ha interessato in particolare l'America latina, dove i differenziali sono diminuiti da 2,7 a 1,8 punti percentuali, e l'Asia (da 2,2 a 1,3 punti). Le quotazioni azionarie hanno segnato rialzi di oltre il 20 per cento in tutte le aree emergenti (fig. 2.6). Nei primi mesi del 2007 le condizioni finanziarie sono rimaste favorevoli; dopo una temporanea e contenuta fase

di correzione a fine febbraio, i premi al rischio si sono attestati su livelli storicamente bassi mentre i corsi azionari hanno complessivamente registrato rialzi di oltre il 9 per cento dall'inizio anno.

Tra maggio e giugno del 2006 una flessione degli indici di borsa ha investito, in particolare, i mercati che avevano registrato i maggiori guadagni nel 2005 (Argentina, Colombia, India, Perù, Polonia, Russia, Turchia e Ungheria). Molte valute si sono deprezzate nei confronti del dollaro e dell'euro, soprattutto quelle dell'America latina e dell'Europa centrale e orientale. Dalla metà di giugno, i corsi azionari hanno generalmente ripreso a crescere; tuttavia, gli investitori hanno continuato a penalizzare i mercati di alcuni paesi caratterizzati da elevati disavanzi delle partite correnti e fortemente dipendenti dagli afflussi di portafoglio per finanziarli (Ungheria e Turchia).

Figura 2.6



A differenza di quanto avvenuto in precedenti episodi, le turbolenze si sono trasmesse solo marginalmente al comparto dei titoli obbligazionari in valuta emessi sui mercati internazionali. Vi ha contribuito il rafforzamento delle condizioni di fondo delle economie emergenti, con i progressi significativi conseguiti per quanto riguarda i saldi di bilancio pubblico e delle partite correnti e l'incidenza dell'indebitamento sul prodotto.

Le emissioni obbligazionarie nei paesi emergenti

Nel 2006 gli afflussi di capitali privati nei paesi emergenti, al netto dei deflussi dei residenti, sono stati pari a 256 miliardi di dollari, come nel 2005 e ben al di sopra dei livelli precedenti la crisi asiatica della seconda metà degli anni novanta; il contributo predominante è venuto dagli investimenti diretti, che nella media dell'ultimo biennio si sono collocati su valori mai registrati in passato (circa 270 miliardi).

Negli ultimi anni, le emissioni obbligazionarie di debitori sovrani in valuta locale sui mercati nazionali sono aumentate in misura significativamente maggiore rispetto

alle emissioni internazionali in valuta. È altresì diminuita la quota di titoli del debito pubblico interno indicizzati al tasso di cambio. Si è così ridotta l'esposizione di questi paesi al rischio di cambio.

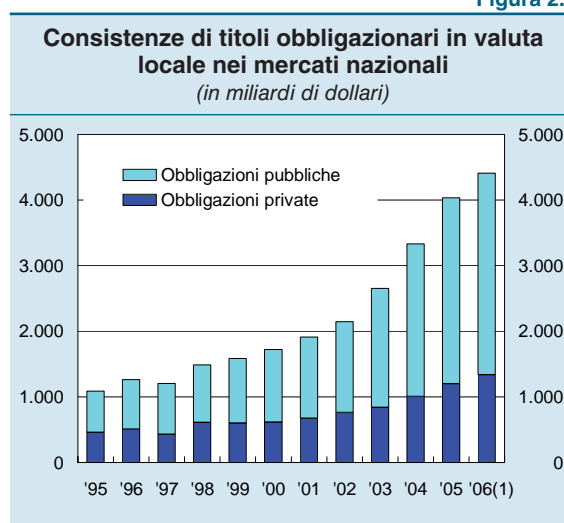
Nel 2006, per la prima volta negli ultimi cinque anni, le emissioni lorde di titoli obbligazionari sovrani in valuta sui mercati internazionali sono diminuite. Il Fondo monetario internazionale (FMI) stima, inoltre, che i governi abbiano effettuato operazioni di riacquisto di tali titoli per circa 23 miliardi di dollari. Hanno continuato a crescere, invece, le emissioni di obbligazioni societarie (125 miliardi), che nel 2006 hanno rappresentato più del 70 per cento di quelle complessive dei paesi emergenti sui mercati internazionali (dal 50 per cento circa nel 2005).

Le emissioni obbligazionarie in valuta locale sui mercati nazionali sono state nel 2005, secondo i dati della Banca dei regolamenti internazionali, pari a 660 miliardi di dollari, rispetto ai quasi 230 del 1995; nella prima metà del 2006 esse sono state pari a 315 miliardi. A giugno del 2006 le consistenze di questi titoli ammontavano a oltre 4.400 miliardi (1.100 circa nel 1995); il 70 per cento circa era rappresentato da titoli di debitori sovrani (fig. 2.7). Complessivamente oltre il 60 per cento dei titoli circolanti faceva riferimento a economie dell'Asia.

Vari fattori sembrano aver reso possibile il significativo aumento delle emissioni di titoli in valuta locale nei paesi emergenti. Secondo i risultati di un'analisi econometrica, condotta su un campione di mercati emergenti fra il 1999 e il 2005, la domanda di obbligazioni sovrane denominate in valuta locale dipenderebbe positivamente da: un favorevole quadro istituzionale e regolamentare; politiche macroeconomiche che riducano la variabilità dell'inflazione e il livello del debito pubblico; la dimensione del mercato interno potenziale per tali titoli (approssimata dal livello del PIL reale); lo spessore dei mercati finanziari (misurato dal grado di intermediazione creditizia). Dal lato dell'offerta si riscontra che le emissioni in valuta locale, a parità di altre condizioni, tenderebbero ad aumentare al crescere del costo del finanziamento sui mercati internazionali (misurato dal differenziale di rendimento rispetto agli equivalenti titoli emessi dalle economie avanzate).

L'evidenza attualmente disponibile sembra suggerire che i non residenti rappresentano una piccola, ma crescente, quota della base di investitori in titoli in valuta locale emessi dai paesi emergenti: istituzioni finanziarie e investitori istituzionali dei paesi industriali hanno acquistato obbligazioni denominate nelle valute nazionali di questi paesi per aumentare la diversificazione dei propri portafogli, particolarmente nei paesi dell'Europa centrale e orientale. Tuttavia, una esatta quantificazione di questo fenomeno è difficile, in ragione del crescente ricorso, da parte degli investitori stranieri, a strumenti finanziari derivati in luogo dell'acquisto diretto di titoli. Questa tendenza, insieme con le emissioni in valuta nazionale realizzate da alcuni paesi emergenti sui mercati internazionali, segnala una riduzione della

Figura 2.7



Fonte: Banca dei regolamenti internazionali.
(1) Dato disponibile al giugno 2006.

difficoltà strutturale di questi paesi nella raccolta di finanziamenti dall'estero se non in valuta estera (cosiddetto *original sin*) e rafforza i loro sistemi finanziari, rendendoli meno vulnerabili al rischio di cambio.

Permangono alcuni elementi di fragilità in relazione all'espansione dei mercati obbligazionari nazionali. La liquidità è ancora limitata: in molti mercati si registrano bassi volumi di scambio e elevati livelli dei differenziali denaro-lettera. Vi contribuisce il fatto che la base di investitori è poco diversificata, essendo in larga parte rappresentata da enti creditizi che attuano strategie di investimento con bassa rotazione dei titoli in portafoglio (cosiddette strategie di *buy and hold*). Questi elementi potrebbero acuire i rischi di instabilità finanziaria qualora, in occasione di shock negativi, gli operatori vendessero contemporaneamente i titoli nel proprio portafoglio. Infine, la maturità residua media delle emissioni di paesi emergenti sui mercati nazionali è inferiore a quella registrata sui mercati internazionali, comportando un maggior rischio di rifinanziamento. A metà del 2006, il 36 per cento circa delle consistenze nei mercati domestici era rappresentato da titoli con una maturità residua inferiore all'anno, rispetto al 9 per cento in quelli internazionali.