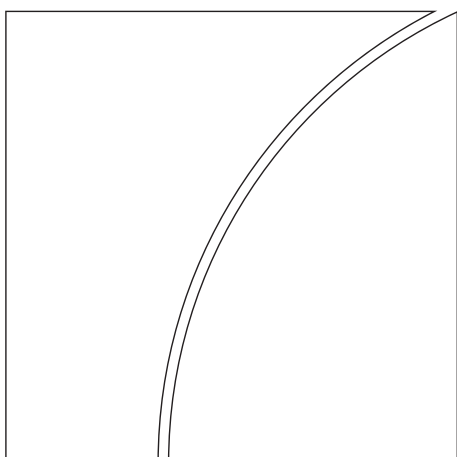




BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



73^a Relazione annuale

1° aprile 2002–31 marzo 2003

Basilea, 30 giugno 2003

Copie delle pubblicazioni sono disponibili presso:

Banca dei Regolamenti Internazionali
Stampa e Comunicazione
CH-4002 Basilea, Svizzera

E-mail: publications@bis.org

Fax: +41 61 280 9100 e +41 61 280 8100

© *Banca dei Regolamenti Internazionali 2003. Tutti i diritti riservati.*
È consentita la riproduzione o la traduzione di brevi parti del testo,
purché sia citata la fonte.

ISSN 1021-2507 (stampa)

ISSN 1682-7732 (online)

ISBN 92-9131-469-2 (stampa)

ISBN 92-9197-469-2 (online)

Pubblicata anche in francese, inglese, spagnolo e tedesco.

Disponibile sul sito Internet della BRI (www.bis.org).

Indice

	Pagina
Lettera di presentazione	1
I. Introduzione: i disagi di un terreno cedevole.....	3
Moderazione della crescita mondiale e influsso dei fattori finanziari.	4
Salvaguardia della stabilità finanziaria e influsso delle politiche	8
II. Gli andamenti nelle economie industriali avanzate	13
Aspetti salienti	13
La ripresa globale nel 2002	14
<i>Crescita deludente nonostante le politiche di sostegno.</i>	14
<i>Mancata ripresa degli investimenti societari</i>	15
<i>Resilienza della spesa delle famiglie</i>	16
Il quadro mondiale	16
<i>Una ripresa non uniforme, ma graduale</i>	16
<i>I bilanci del settore privato</i>	18
<i>Prospettive a più lungo termine</i>	20
<i>Moderate prospettive di crescita a più lungo termine in Germania</i>	21
Inflazione	24
<i>Evoluzione recente</i>	24
<i>Prospettive</i>	24
<i>Rischi di deflazione?</i>	25
<i>Margini di profitto e potere di fissazione dei prezzi delle imprese</i>	29
Il dibattito in ambito fiscale	30
Andamento del commercio e dei conti correnti	33
<i>Recenti tendenze del risparmio mondiale</i>	35
<i>Prospettive a breve termine</i>	36
III. Gli andamenti nelle economie di mercato emergenti.....	38
Aspetti salienti	38
Dinamiche delle bilance dei pagamenti	40
Asia	42
<i>Fattori esplicativi della disinflazione e della deflazione</i>	44
<i>Crescita della domanda interna in Asia</i>	45
<i>Limiti alla spesa delle famiglie finanziata dal credito bancario?</i>	47
<i>Evoluzione del ruolo della Cina</i>	49
America latina	51
<i>Evoluzione economica recente</i>	51
<i>Sostenibilità del debito e risanamento fiscale</i>	52
<i>Le sfide insite nella lotta all'inflazione</i>	55
Europa centrale e orientale	57
<i>Sostenibilità della recente performance</i>	60
<i>Sfide dell'adesione alla UE</i>	62
Africa e Medio Oriente	63

IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati.....	66
Aspetti salienti	66
Rassegna degli sviluppi	66
<i>Stati Uniti</i>	66
<i>Area dell'euro</i>	69
<i>Giappone</i>	72
<i>Paesi con obiettivi di inflazione</i>	74
Il rischio deflazionistico e le sue implicazioni	76
<i>Problemi di deflazione</i>	77
<i>Precedenti storici</i>	78
<i>Insegnamenti tratti dall'esperienza del passato</i>	80
<i>Come fronteggiare la deflazione</i>	82
<i>Azioni per evitare la deflazione</i>	82
<i>Azioni per combattere la deflazione</i>	83
<i>Possibili affinamenti del quadro operativo della politica monetaria</i>	86
V. Gli andamenti nei mercati dei cambi	88
Aspetti salienti	88
Dollaro, euro e yen	88
<i>Andamenti principali</i>	89
<i>Determinanti</i>	91
Andamenti in altri mercati valutari	95
<i>Valute dei paesi industriali</i>	95
<i>Valute dei paesi emergenti</i>	98
Dinamica del conto corrente e comportamento dei tassi di cambio	100
<i>Correzioni dei disavanzi correnti nei paesi industriali dal 1973</i>	100
<i>La correzione del disavanzo corrente statunitense nel 1987</i>	103
<i>La situazione attuale negli Stati Uniti</i>	104
VI. I mercati finanziari	108
Aspetti salienti	108
Curve dei rendimenti e quadro macroeconomico	109
<i>Mutamenti nel clima di fiducia</i>	109
<i>Timori associati ai bassi rendimenti</i>	111
Mercati azionari	112
<i>Informativa e avversione al rischio</i>	113
<i>Compagnie di assicurazione e banche</i>	115
<i>Valutazioni e protratto esaurirsi della bolla speculativa</i>	115
Mercati creditizi	116
<i>Un'estate all'insegna di perturbazioni</i>	117
<i>Gli emittenti societari cominciano a ristrutturare i bilanci</i>	120
<i>Derivati su crediti e integrazione dei mercati</i>	123
Finanziamento esterno del debito delle economie emergenti	125
<i>Fonti di contagio</i>	125
<i>Le banche si spostano verso crediti con rating più elevato</i>	127
Il rebus dei prezzi delle abitazioni	129
VII. Il settore finanziario	133
Aspetti salienti	133
L'economia e la performance delle istituzioni finanziarie	134
<i>Banche commerciali</i>	135
<i>Compagnie di assicurazione</i>	140

	Pagina
Fattori alla base della buona tenuta	141
<i>Fattori ciclici</i>	141
<i>Fattori strutturali</i>	144
Vulnerabilità	149
<i>Rischi di natura ciclica</i>	149
<i>Altri rischi</i>	151
Canali multipli di finanziamento e tenuta del settore finanziario	153
VIII. Conclusioni: verso una crescita mondiale più equilibrata	157
Opportunità e vulnerabilità per gli anni a venire	159
Politiche per conseguire la stabilità monetaria e finanziaria	165
Attività della Banca	171
Promozione della cooperazione internazionale: contributi diretti della BRI	171
<i>Consultazioni periodiche su questioni monetarie e finanziarie.</i>	171
<i>Altre aree di cooperazione tra banche centrali sotto l'egida della BRI.</i>	173
<i>Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico</i>	177
<i>Rappresentanza per le Americhe</i>	177
<i>Istituto per la stabilità finanziaria</i>	178
Promozione della stabilità finanziaria ad opera dei comitati permanenti	179
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	179
<i>Comitato sul sistema finanziario globale</i>	182
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i>	182
<i>Comitato sui mercati</i>	183
<i>Central Bank Counterfeit Deterrence Group</i>	184
Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata	184
<i>Gruppo dei Dieci</i>	184
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i>	185
<i>International Association of Insurance Supervisors</i>	187
<i>International Association of Deposit Insurers</i>	187
Servizi finanziari della Banca	188
<i>Operazioni del Dipartimento Bancario</i>	188
<i>Funzioni di Agente e di Fiduciario</i>	190
Utile netto e sua ripartizione	191
<i>Utile netto per l'esercizio finanziario</i>	191
<i>Ripartizione dell'utile netto dell'esercizio.</i>	192
<i>Ripartizione della rettifica delle riserve per l'esercizio precedente</i>	192
<i>Relazione dei Revisori dei conti</i>	193
Questioni istituzionali	193
<i>Emendamenti allo Statuto della Banca</i>	193
<i>Modifiche dei criteri contabili.</i>	195
<i>Politica di budget</i>	195
<i>Politiche retributive della BRI</i>	196
<i>Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione della Banca</i>	197
Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite	199
Consiglio di amministrazione	226
Dirigenti della Banca	227
Banche centrali membri della BRI	229

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra il 2 e l'11 giugno 2003.

Elenco dei grafici (*) e delle tabelle

Pagina

Gli andamenti nelle economie industriali avanzate

Crescita e inflazione	13
Tasso d'interesse reale, saldo di bilancio strutturale e output gap*	14
Raffronto fra ciclo più recente e cicli passati*	15
Indebitamento dei settori*	18
Risparmio e ricchezza netta delle famiglie, 1980–2002*	19
Indicatori economici per la Germania*	22
Andamenti sul mercato del petrolio*	25
Inflazione e incertezza*	26
Previsioni dell'inflazione al consumo*	27
Inflazione nell'area dell'euro: variabilità storica e geografica*	28
Quota dei profitti*	29
Costi unitari del lavoro, produttività e profitti	30
Indicatori fiscali e ciclo economico	31
Prodotto, interscambio e prezzi mondiali*	34
Bilancia dei pagamenti nelle tre principali aree economiche	34
Saldo del conto corrente, risparmio e PIL	35
Saldi finanziari dei settori negli Stati Uniti*	37

Gli andamenti nelle economie di mercato emergenti

Esportazioni*	38
Crescita, inflazione e saldi dei conti correnti	39
Bilancio dei pagamenti nelle economie emergenti	40
Spread obbligazionari e indebitamento verso l'estero*	41
Asia: domanda interna (DI) ed esportazioni nette (EN)	42
Asia: saldi di bilancio delle amministrazioni centrali*	45
Indicatori del debito	46
Asia: tassi d'interesse e tassi di cambio reali	47
Asia: esportazioni e afflussi di IDE*	49
Importazioni dall'Asia di Stati Uniti e Cina*	51
America latina: saldi di bilancio delle amministrazioni centrali*	53
America latina: prezzi al consumo e tassi di cambio*	55
America latina: tassi d'interesse e tassi di cambio reali	56
America latina: credito interno al settore privato*	57
ECO: crescita del PIL e sue determinanti*	58
Criteri di convergenza nella UEM	62
Crescita del prodotto e inflazione in Africa e Medio Oriente	64

La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

Indicatori economici per gli Stati Uniti*	67
Nuovo programma di risconto USA e tasso sui federal fund*	69
Indicatori economici per l'area dell'euro*	70
Tasso ufficiale e regole di politica monetaria nell'area dell'euro*	71
Indicatori economici per il Giappone*	72
Aggregati monetari e creditizi in Giappone*	73
Inflazione e tassi ufficiali nei paesi con obiettivi di inflazione espliciti*	75
Frequenza della deflazione effettiva, 1° trimestre 1960–4° trimestre 2002	77

Deflazione e tassi d'interesse: dinamica storica (1860–1913)*	79
Dinamiche della deflazione, del prodotto e dei prezzi azionari*	79
Episodi di deflazione nel 2002	81
Domanda di moneta in Giappone (1985–2002)*	84

Gli andamenti nei mercati dei cambi

Tassi di cambio effettivi nominali di dollaro, euro e yen*	89
Tassi di cambio, volatilità implicita e risk reversal di dollaro, euro e yen*	90
Distribuzioni di probabilità del cambio del dollaro rispetto all'euro e allo yen*	90
Flussi di portafoglio fra le tre economie maggiori*	91
Tassi di cambio e differenziali di tasso d'interesse*	92
Il disavanzo del conto corrente USA e il suo finanziamento*	93
Variazioni annuali delle riserve valutarie ufficiali	94
Posizione patrimoniale netta sull'estero e redditi netti delle tre economie maggiori*	95
Tassi di cambio in altri paesi industriali*	96
Tassi di cambio nei mercati emergenti*	98
Volatilità dei tassi di cambio	99
Aggiustamenti del conto corrente e movimenti di cambio*	101
Aggiustamenti del conto corrente e conti economici nazionali*	102
Crescita reale, deprezzamento del cambio e saldo commerciale degli Stati Uniti	104
Disavanzo corrente statunitense e co-movimento con il dollaro USA	106

I mercati finanziari

Curve dei rendimenti di swap*	110
Indicatori macroeconomici e previsioni di crescita*	111
Tassi d'interesse a lungo termine*	112
Mercati azionari*	113
Annunci sui profitti e avversione al rischio*	114
Bolla speculativa sul mercato azionario USA*	116
Spread e rendimenti su obbligazioni societarie*	117
Qualità del credito nel settore societario*	118
Valutazione di prezzo del rischio di insolvenza nel settore societario*	119
Indebitamento delle società non finanziarie*	121
Spread creditizi in prossimità di punte massime nel debito societario*	122
Credit default swap, per tipo di clausola di ristrutturazione*	124
Spread obbligazionari in alcuni mercati emergenti*	126
Qualità creditizia dei portafogli di titoli dei paesi emergenti*	127
Operatività locale di banche estere nei mercati emergenti*	128
Prezzi delle abitazioni e tassi d'interesse in prossimità di picchi del mercato azionario*	130
Variazioni dei tassi d'interesse e intervallo tra i picchi dei mercati azionario e immobiliare*	131

Il settore finanziario

Indici mondiali di insolvenza su un anno*	134
Misure di mercato del rischio di insolvenza*	135
Redditività delle maggiori banche	136
Indicatori dell'attività di investment banking*	136
Espansione del credito*	137
Prezzi relativi delle azioni bancarie*	137
Quota dei crediti in sofferenza*	138
Coefficienti patrimoniali delle banche*	139

	Pagina
Compagnie di assicurazione: portafoglio azionario e performance*	140
Rating delle compagnie di assicurazione*	141
Svalutazioni di crediti presso le banche commerciali USA*	142
Prezzi degli immobili	143
Mercati aperti degli immobili commerciali*	144
Crediti bancari e finanziamenti sul mercato dei capitali*	144
Prestiti sindacati USA	145
Mercati per il trasferimento del rischio creditizio*	146
Posizioni in derivati creditizi	147
Prestiti sindacati mondiali a prenditori non finanziari	148
Esposizione delle banche nel settore immobiliare*	151
Misure del grado di concentrazione per linee di prodotto	155

Convenzioni adottate in questa Relazione

s.s., s.d.	scala sinistra, scala destra
trilione	mille miliardi
...	dato non disponibile
.	dato non applicabile
–	valore nullo o trascurabile
\$	dollaro USA se non diversamente specificato

Le discrepanze nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

73^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 30 giugno 2003*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la 73^a Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 2003.

L'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 362,0 milioni, a fronte di franchi oro 268,5 milioni del precedente esercizio. L'importo relativo al trascorso esercizio è stato rettificato per rispecchiare le modifiche dei criteri contabili introdotte nei Conti di quest'anno. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 2002/03 sono riportati nella sezione "Utile netto e sua ripartizione", alle pagine 191-192. I criteri contabili rettificati e il loro impatto finanziario sono illustrati nelle Note 2 e 3 relative ai Conti alle pagine 204-208.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'Articolo 51 dello Statuto della Banca, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di franchi oro 68,7 milioni al pagamento di un dividendo di 400 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 29,3 milioni al Fondo di riserva generale, franchi oro 3,0 milioni al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 261,0 milioni al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 2002/03 sarà pagabile agli azionisti il 7 luglio 2003.

Basilea, 11 giugno 2003

MALCOLM D. KNIGHT
Direttore Generale

I. Introduzione: i disagi di un terreno cedevole

Il periodo in esame è stato contraddistinto dal mancato realizzarsi delle aspettative economiche. Una serie di sviluppi interconnessi nelle sfere geopolitica, economica e finanziaria ha frenato la crescita, ingenerando una grande incertezza sul futuro. La fase di ripresa dell'economia mondiale è sembrata esaurirsi. Per la maggior parte del periodo le notizie, anziché volgere al meglio, sono andate di fatto peggiorando. Ciò è apparso sorprendente agli occhi di molti, dato il vigoroso impulso impresso dalle politiche in diverse parti del mondo. In realtà, questo quadro di attese mancate è la norma da almeno due anni, e ciò è generalmente attribuito a eventi imprevisi come il caso Enron e altri scandali societari, lo shock dell'11 settembre 2001 e, benché più prevedibile, la crisi argentina. Il periodo sotto rassegna, che si chiude ad aprile 2003, non fa eccezione. Le incertezze originate dal conflitto in Iraq, e persino il propagarsi del virus della SARS, sono stati indicati come il motivo principale per cui l'attività di investimento delle imprese sembra essersi arrestata un po' ovunque.

La guerra in Iraq ha creato un contesto infausto. Inizialmente ci si chiedeva se vi sarebbe stato o meno un conflitto e quali avrebbero potuto essere le conseguenze sui prezzi del petrolio. I quesiti si sono poi spostati sui tempi e, successivamente, sui modi in cui la campagna militare sarebbe stata condotta e poi conclusa. Tali interrogativi hanno trovato una risposta molto più rapida di quanto ci si aspettasse. Nondimeno, persistono tuttora incertezze di natura politica legate alla guerra che potrebbero rivelarsi più difficili da dissipare. Ancor prima di questi eventi, la scena internazionale era già caratterizzata da alcune tensioni che minacciavano gli avanzamenti in aree cruciali, come i negoziati commerciali del Doha Round e la riforma finanziaria globale. Il recente indebolimento del dollaro USA ha messo in maggior risalto anche le incertezze riguardanti gli squilibri nel risparmio internazionale e il modo migliore in cui i diversi paesi potrebbero contribuire a rimuoverli.

Pure, mentre le speranze di una ripresa dell'economia mondiale andavano ripetutamente deluse, si è cominciato a considerare anche la possibilità che fossero in azione forze più profondamente radicate. Gli andamenti negli Stati Uniti avevano trainato la crescita mondiale dagli inizi degli anni novanta, soprattutto perché il Giappone e la Germania non erano riusciti a effettuare gli aggiustamenti strutturali necessari ad affrontare il retaggio della sopravvalutazione dei prezzi degli attivi nel primo caso, e della riunificazione del paese nel secondo. A posteriori, si può tuttavia affermare che l'espansione americana degli ultimi anni novanta abbia alimentato essa stessa i propri eccessi di previsioni troppo ottimistiche sui profitti, robusta espansione del credito, rapido aumento dei prezzi delle attività e sovradimensionamento dei bilanci. Lo scorso anno i venti sfavorevoli originati da questi squilibri, in particolare nel settore societario, hanno investito con violenza la ripresa dell'economia statunitense. Inoltre, date le crescenti interrelazioni tra mercati commerciali e

finanziari su scala mondiale, per non parlare della condivisione degli effetti di fiducia, altri paesi paiono essere stati coinvolti in misura rilevante. Poiché la prospettiva di conseguire profitti continuava ad apparire remota, le multinazionali europee che in precedenza avevano investito massicciamente negli Stati Uniti hanno ridimensionato ovunque la loro presenza. Un ulteriore effetto frenante è derivato, più in generale, dalla necessità di operare aggiustamenti a fronte dell'eccezionale caduta degli indici azionari che, dal picco del marzo 2000 ai livelli attuali, ha sfiorato i due quinti dell'odierno prodotto mondiale. Anche le economie emergenti hanno subito contraccolpi, in Asia a causa principalmente del ridotto interscambio di prodotti ad alta tecnologia, e in America latina per il temporaneo prosciugarsi degli afflussi di capitale.

Se, sfortunatamente, le aspettative di crescita più ottimistiche non si sono concretizzate, è pur sempre un bene che si possa dire altrettanto per le previsioni più pessimistiche. Diversamente da quanto alcuni avevano temuto, la debolezza della congiuntura economica non ha interagito con le tensioni innescate dal recente periodo di bolle speculative tanto da minacciare seriamente la solidità del sistema finanziario mondiale. Malgrado gli shock che hanno eroso sia il capitale che la fiducia, non vi sono stati fallimenti di importanti istituzioni finanziarie. Parimenti positivo è il fatto che, in epoca recente, non si siano verificati casi di gravi disfunzioni nei principali mercati finanziari. Ciò premesso, è stato tuttavia ravvisato un chiaro inasprimento degli standard creditizi in alcune giurisdizioni, di cui ha risentito in particolare il mercato USA dei titoli ad alto rendimento. Si è altresì diffuso il timore che nei settori assicurativo e dei fondi pensione talune società in posizione di accresciuta debolezza potessero mostrarsi meno disposte a effettuare investimenti rischiosi in futuro. Sebbene entrambi questi sviluppi rappresentino probabilmente un passo verso l'auspicato ritorno a comportamenti improntati a maggiore prudenza, il loro effetto restrittivo sulla disponibilità di credito è tutt'altro che desiderabile nell'attuale frangente. In questo ambito e in molti altri – come ad esempio restrizioni fiscali, accantonamenti per perdite su crediti, oscillazioni dei tassi di cambio, riforme strutturali e paradigmi di politica economica – l'incapacità di attuare in modo tempestivo i necessari cambiamenti comporta inevitabilmente dei costi aggiuntivi.

L'allentamento della politica fiscale e il taglio talora drastico dei tassi d'interesse ufficiali in molti paesi industriali hanno indubbiamente contribuito fino ad oggi alla tenuta del sistema finanziario. Ciò ha consentito altresì di limitare l'inversione dei flussi di capitale verso talune economie emergenti che ancora dipendono da tali fondi per il finanziamento dei disavanzi correnti. Tuttavia, un'altra spiegazione di questa tenuta potrebbe risiedere nel significativo impegno profuso nel corso degli anni sia per migliorare le infrastrutture a sostegno del sistema finanziario internazionale sia per accrescere la diversificazione delle fonti di raccolta.

Moderazione della crescita mondiale e influsso dei fattori finanziari

Agli inizi del 2002 la crescita dell'economia statunitense aveva segnato un buon recupero rispetto alla precedente recessione, in sintonia con l'orientamento

decisamente espansivo delle politiche fiscali e monetarie in corso. Più inconsueto appare tuttavia il fatto che, da allora, la crescita abbia mostrato la tendenza a segnare il passo, anziché accelerarlo. Inoltre, la natura del recupero è non meno insolita della caduta dei profitti e degli investimenti che lo aveva preceduto. I consumi, il cui atipico vigore aveva contribuito a rendere la fase recessiva la più blanda del dopoguerra, si sono mantenuti a livelli elevati per gran parte del 2002, prima di dare segni di cedimento al volgere dell'anno. Viceversa, gli investimenti aziendali sono rimasti deboli per tutto il periodo, sebbene i rigorosi tagli dei costi siano riusciti a mantenere alta la crescita della produttività, riportando l'incidenza degli utili sul prodotto a livelli più normali e riducendo sensibilmente il fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese.

Il crescente influsso dei fattori finanziari sulle decisioni di spesa negli Stati Uniti è divenuto più evidente nel periodo sotto rassegna, anche se vi sono state pronunciate differenze in termini di reattività tra il settore delle imprese e quello delle famiglie. Per il primo, la preoccupazione principale è stata quella di ristrutturare i bilanci in presenza di livelli di indebitamento storicamente elevati. Ciò ha comportato non solo tagli della spesa per investimenti ma anche, ove possibile, riduzioni del debito in essere. Il processo di ridimensionamento è risultato altresì coerente con le condizioni del mercato finanziario, che restavano alquanto problematiche. I continui cedimenti dei prezzi delle azioni e spread obbligazionari molto alti, ancorché in calo negli ultimi tempi, hanno consentito ai soli prenditori di prim'ordine di beneficiare appieno della precedente riduzione dei tassi ufficiali. Il fatto che il cambio del dollaro USA sia infine sceso in termini effettivi, riflettendo sia i ridotti tassi d'interesse sia i crescenti timori connessi con il disavanzo commerciale USA, ha fornito un certo sostegno agli utili rimpatriati. Ciò non è tuttavia bastato a vincere il pessimismo di fondo delle imprese, originato dalle preoccupazioni per i bilanci e dalle incertezze riguardo al contesto politico mondiale.

Ci si poteva attendere che le difficili condizioni finanziarie frenassero anche la spesa delle famiglie. In realtà – e paradossalmente, visto il calo della fiducia dei consumatori che emergeva dai sondaggi – le famiglie statunitensi hanno continuato a spendere a ritmo sostenuto. Sono stati particolarmente favoriti i settori immobiliare e dei beni di consumo durevoli, che hanno entrambi beneficiato dei più bassi tassi ufficiali e di particolari fattori finanziari. La disponibilità dei produttori di beni durevoli a erogare finanziamenti a tasso zero, a scapito dei loro stessi profitti, ha contribuito in particolare a sostenere le vendite di autoveicoli. Fatto ancor più significativo, la combinazione di ridotti tassi ipotecari, crescenti prezzi delle abitazioni e minori costi transattivi ha spinto i consumatori a rinegoziare una quota ingente dei loro debiti. Parte degli introiti è stata impiegata per rimborsare più onerosi crediti al consumo, mentre una quota consistente è servita a finanziare un aumento della spesa in consumi o compravendite di immobili residenziali. Poiché quest'ultima tendenza ha intensificato le pressioni al rialzo sui prezzi degli alloggi, non è da escludere che il processo abbia in certa misura assunto una dinamica autonoma. Inoltre, negli ultimi anni un fenomeno analogo che rispecchia la maggiore disponibilità di credito è stato osservato nel Regno Unito, in

Australia e in un certo numero di paesi dell'Asia e dell'Europa continentale. Sebbene l'indebitamento delle famiglie negli Stati Uniti abbia continuato ad aumentare durante tutto il periodo in esame, tale andamento non ha suscitato alcuna evidente reazione di cautela da parte dei consumatori. I costi per il servizio del debito sono rimasti relativamente contenuti, anche se il rapporto fra debiti e attività è aumentato sensibilmente, soprattutto a causa della caduta dei prezzi azionari.

Anche in Giappone e, ancor più, nell'Europa continentale la crescita economica è stata inferiore alle aspettative; la delusione, tuttavia, è stata tanto maggiore in quanto l'Europa sembrava palesare solo alcuni degli squilibri da crescita evidenti negli Stati Uniti, mentre l'economia nipponica era di fatto ormai da vari anni in fase di ristagno. L'atteggiamento prudente del settore societario ha in genere ricalcato quello delle imprese statunitensi, essenzialmente per le medesime ragioni di debolezza dei profitti e di ampiezza dei livelli del debito. La differenza principale rispetto agli Stati Uniti riguarda piuttosto il versante dei consumi, giacché nell'Europa continentale e in Giappone la dinamica della spesa delle famiglie non si è discostata molto dai cicli precedenti. Benché in molti paesi del continente europeo i prezzi delle abitazioni nel 2002 siano cresciuti persino più rapidamente che negli Stati Uniti, sembrano essere mancati tanto la volontà quanto i mezzi pratici per trasformare la maggiore ricchezza immobiliare in un aumento della spesa.

È difficile attribuire il persistente ristagno della crescita in Giappone e nei maggiori paesi dell'Europa continentale, segnatamente la Germania, alle politiche macroeconomiche. Nel periodo in esame queste sono state in genere accomodanti, anche se non in misura eccessiva. L'evidenza sembra piuttosto puntare in direzione delle debolezze strutturali nei mercati del lavoro, dei prodotti e persino in quello finanziario. In Germania, per esempio, la disoccupazione è tornata ad aumentare lo scorso anno, essendosi in parte invertite le precedenti riduzioni del "cuneo fiscale" sull'occupazione. Nello stesso tempo, in presenza di un ulteriore declino della quota dei profitti societari, gli investimenti sono scesi ai minimi dal dopoguerra. Inoltre, in Giappone e in molti paesi europei la deregolamentazione non è proseguita abbastanza speditamente da consentire un'ordinata redistribuzione delle forze di lavoro in risposta alla concorrenza internazionale. Le perduranti pressioni sui prezzi e sui profitti nell'industria di trasformazione si sono attenuate solo leggermente nel 2002, e potrebbero senz'altro tornare ad acuirsi per effetto dell'ingresso della Cina nell'OMC. Infine, le istituzioni finanziarie in Giappone e in Germania sembrano aver inasprito lo scorso anno le condizioni del credito, influenzando in particolare le decisioni di investimento delle piccole e medie imprese. Da un lato, ciò potrebbe essere interpretato come una gradita risposta all'annoso problema dell'insufficiente remunerazione degli impieghi a rischio nei confronti delle imprese. Dall'altro, va rilevato che questo mutamento di condotta è intervenuto in un momento a dir poco inopportuno.

Di fronte alle difficoltà incontrate dai maggiori paesi industriali, desta forse stupore il fatto che le economie emergenti e in transizione siano riuscite a espandersi ai ritmi di fatto registrati. Per gran parte del periodo l'America

latina ha risentito delle tensioni nei mercati finanziari mondiali, ma anche di problematiche interne che hanno limitato gli afflussi di capitale, a causa dell'operare congiunto di minacce quali deprezzamento del cambio, recessione e inflazione. Con il trascorrere del tempo, tuttavia, il clima nella regione è migliorato grazie al contributo di vari fattori, fra cui l'impegno del nuovo presidente del Brasile a perseguire prudenti politiche macroeconomiche, la fine degli scioperi in Venezuela e i segni di ripresa in Argentina. Una maggiore fiducia nell'efficacia delle politiche di aggiustamento, il frequente sostegno fornito al riguardo dall'FMI e l'accresciuta domanda di investimento in titoli di debito delle economie emergenti hanno concorso a ridurre i differenziali sulle emissioni sovrane, che continuano peraltro a situarsi in molti casi su livelli importunamente elevati.

Per tutto il periodo sotto rassegna la crescita in Asia e nell'Europa centrale e orientale si è mantenuta in genere su ritmi alquanto sostenuti in virtù di fattori sia esterni che interni. I paesi asiatici hanno tratto profitto dalla sensibile espansione dell'interscambio regionale, soprattutto con la Cina, mentre le economie europee in transizione sono riuscite a diversificare i mercati di esportazione. In entrambe le aree i persistenti afflussi di capitale sono stati talmente ingenti da porre alle autorità un serio problema, risolto solo in parte grazie a interventi ufficiali e a cospicui incrementi delle riserve in valuta estera. Quale conseguenza indiretta di tali azioni, anche il settore ufficiale ha finito col concorrere in misura rilevante al finanziamento di un disavanzo corrente USA in continua ascesa. Fortunatamente, ambedue le regioni hanno anche provveduto a stimolare in misura significativa la domanda interna, nell'intento di avviare la rimozione degli squilibri sull'estero e di accelerare la crescita. A differenza dell'America latina, la credibilità di cui godevano taluni paesi di queste aree ha consentito alle autorità di allentare le politiche fiscali e monetarie. Per giunta, in alcuni casi le modifiche strutturali hanno contribuito a determinare una netta espansione del credito alle famiglie destinato a finanziare gli acquisti di beni durevoli e abitazioni. Tuttavia, nella primavera del 2003 la Corea – che più si era spinta in questa direzione – è incorsa in gravi turbolenze finanziarie. Tale evento rappresenta, almeno per gli osservatori esterni, un utile monito a non sottovalutare le potenziali insidie connaturate in ogni processo di ristrutturazione, e in particolare in quelli che coinvolgono il sistema finanziario.

L'inflazione mondiale è rimasta sostanzialmente stabile a livelli bassi per tutto il periodo in esame, anche se i più alti corsi delle materie prime, specie del petrolio, hanno suscitato a tratti il timore di una sua recrudescenza. Nei paesi industriali si è osservata una tendenza più al ribasso che al rialzo: l'Europa ha generalmente fatto registrare i rincari maggiori, il Giappone è entrato in una fase di deflazione conclamata e gli Stati Uniti si sono collocati in posizione più o meno intermedia. Un fenomeno generale, evidente soprattutto nei paesi con monete in apprezzamento, è che i prezzi dei beni sono diminuiti rispetto a quelli dei servizi, o sono aumentati in misura molto minore. Con tutta probabilità, l'accresciuta concorrenza internazionale e i differenziali di produttività hanno svolto un ruolo primario in questa variazione dei prezzi relativi, accentuando forse anche l'effetto disinflazionistico. Un fattore di fondo

che ha contribuito a mantenere moderata la dinamica dei prezzi nei paesi industriali è costituito dalle aspettative sempre più consolidate che, dopo diversi anni di bassa inflazione, condizioni analoghe sarebbero prevalse ancora per molto tempo.

Nelle economie emergenti e in transizione il quadro inflazionistico appare decisamente più eterogeneo. L'America latina ha registrato senza dubbio la performance peggiore. La dinamica dei prezzi ha segnato una forte accelerazione in molti paesi, e sono stati spesso mancati gli obiettivi espliciti di inflazione. Va nondimeno rilevato che, persino dopo i significativi deprezzamenti del cambio, non vi è stato un ritorno all'iperinflazione come in passato. Ciò è dovuto in parte al più ampio andamento globale, ma anche alle politiche di sostegno poste in essere al riguardo dalle autorità competenti, che hanno più volte ribadito l'esigenza, e la loro volontà, di ridurre l'inflazione. Ancor più positivo è stato il fatto che, ad eccezione dell'America latina, la crescita dei prezzi è rallentata nella maggior parte dei paesi emergenti, e persino in India, pur in presenza di un disavanzo di bilancio tuttora elevato.

Al tempo stesso, in alcune economie emergenti dell'Asia si è manifestata una nuova tendenza deflazionistica, inopportuna in alcuni casi e sorprendente in altri. Nella prima casistica figurano Hong Kong SAR, dove la deflazione si è accentuata, e Singapore, dove è riemersa; questi sviluppi sono però in parte la risultante delle precedenti forti espansioni nei settori, rispettivamente, della proprietà immobiliare e delle tecnologie avanzate. Nella seconda rientra la Cina, che viceversa non aveva registrato episodi di boom, dove la deflazione ha fatto la sua ricomparsa nonostante il forte impulso impresso dalla politica fiscale e la rapidissima espansione del credito. Una possibile spiegazione potrebbe essere la massiccia crescita della produttività del lavoro e, di conseguenza, della capacità di offerta derivante dagli investimenti diretti esteri. All'eccesso di capacità in molti settori ha contribuito altresì la decisione di mantenere in vita alcune imprese a controllo statale nel timore di implicazioni socio-politiche.

Il riproporsi della deflazione in questi paesi, alla stessa stregua del Giappone, ha avviato un dibattito sulla possibilità che tale fenomeno si palesi anche altrove e, in tal caso, se ciò debba costituire motivo di preoccupazione. La pausa osservata nella crescita economica ha ulteriormente alimentato il dibattito, stante la possibilità che essa accresca gli esistenti livelli di capacità inutilizzata, con conseguenti pressioni al ribasso su un'inflazione già alquanto contenuta. Tali sviluppi potrebbero persino interagire con le vulnerabilità del sistema finanziario, amplificando l'effetto disinflazionistico. Tutte queste considerazioni prospettiche saranno riprese nei capitoli seguenti e nelle Conclusioni.

Salvaguardia della stabilità finanziaria e influsso delle politiche

In considerazione delle difficoltà di ordine macroeconomico incontrate dai paesi industriali, non dovrebbe sorprendere il sensibile aumento lo scorso anno dei fallimenti societari e dei declassamenti del merito di credito, che hanno raggiunto livelli ben al di sopra di quelli osservati durante l'ultima

recessione. Sommandosi alle ridotte prospettive di reddito delle imprese non interessate da tali eventi, ciò ha dato altresì origine a pesanti perdite sui mercati azionari per il terzo anno consecutivo. Pure, in contrasto con gli sviluppi nel settore societario e i precedenti episodi di rallentamento ciclico, il sistema finanziario è sembrato conservare – quantomeno in superficie – una relativa solidità. Sebbene siano affiorati chiari segni di tensione, questi hanno riguardato solo determinati settori o paesi, e sono apparsi sostanzialmente gestibili.

La più grande fonte di soddisfazione è stata la tenuta dei sistemi bancari nella maggior parte dei paesi industriali. Con la rilevante eccezione del Giappone, le perdite su prestiti societari e i minori proventi dell'attività sui mercati dei capitali sono stati compensati almeno in parte dai cospicui guadagni sul versante delle famiglie. Ciò vale in particolare per gli Stati Uniti, dove i rifinanziamenti dei mutui ipotecari e il credito al consumo hanno generato elevati introiti netti da interessi e commissioni. In Germania l'esperienza è stata alquanto diversa, poiché i fallimenti aziendali sono aumentati a un ritmo insolitamente rapido e la cronica esiguità dei margini d'interesse non è riuscita a fornire un'adeguata compensazione. Ciò nonostante, i coefficienti di capitalizzazione delle banche tedesche sono migliorati, così come in molte altre giurisdizioni, superando nettamente i requisiti patrimoniali minimi. Inoltre, sia nel Nord America che in numerosi paesi europei sono state intraprese ulteriori importanti iniziative per ridurre i costi e diversificare le fonti di reddito. In Europa, la graduale eliminazione della "concorrenza assistita" delle imprese finanziarie di emanazione statale dovrebbe far risaltare più chiaramente gli effetti positivi sui profitti di tali misure di ristrutturazione.

Nel contempo, in altre aree l'evoluzione del sistema finanziario globale è stata meno soddisfacente. Alcuni vecchi problemi restano irrisolti, e ad essi se ne sono aggiunti di nuovi. Quanto ai primi, lo scorso anno i bilanci bancari in Giappone e in alcuni altri paesi asiatici, ad eccezione della Malaysia, hanno continuato a risentire dell'elevata quota di sofferenze, e non sono stati compiuti progressi significativi per individuare, e tanto meno porre in atto, una strategia volta ad affrontare le insostenibili difficoltà di indebitamento nei settori societario e bancario. Fra i nuovi casi problematici rientrano invece le compagnie di assicurazione e i fondi pensione. In particolare, le istituzioni europee – coinvolte prima nella retorica della "nuova era", ed esposte poi a inedite pressioni concorrenziali – avevano investito massicciamente in azioni ad alta volatilità piuttosto che in obbligazioni a lungo termine, che rappresentano la naturale contropartita delle loro passività contrattuali. Su molte società assicurative europee e giapponesi ha inciso negativamente anche il fatto di aver emesso titoli con rendimenti garantiti relativamente elevati. In risposta, alcune delle maggiori compagnie europee hanno provveduto a ricapitalizzarsi, a innalzare i premi assicurativi e a ridimensionare gradualmente le linee di attività non remunerative. I fondi pensione, dal canto loro, sono tornati quasi ovunque a valersi degli sponsor societari per fronteggiare i problemi di insufficiente finanziamento delle passività. Tuttavia, ciò ha prodotto un indesiderato effetto collaterale sulle aspettative di reddito e sui rating, che a

sua volta ha depresso ulteriormente i corsi azionari e aumentato il grado di sottofinanziamento.

Un altro motivo di preoccupazione nel periodo in esame sono stati i repentini mutamenti di umore e della volatilità sui mercati finanziari. Oltre alle deboli prospettive di reddito, un fattore negativo che ha influito sui mercati azionari nel 2002 è stato il numero senza precedenti di "fallen angel", società con alto merito di credito che hanno subito una serie di declassamenti a catena, sfociati in alcuni casi persino nel fallimento. In aggiunta alle precedenti rivelazioni di irregolarità contabili e di altra natura, ciò ha disorientato gli investitori accentuandone l'avversione al rischio. Questo clima si è riflesso anche nei differenziali di credito, che si sono ampliati nettamente per gran parte del periodo, toccando punte massime verso la fine del 2002. Fortunatamente, i rendimenti a lunga scadenza sui titoli pubblici hanno registrato una forte flessione, sino a tornare nella primavera scorsa a livelli non più osservati da oltre vent'anni. Il risultato di questi sviluppi è stata una crescita dei costi di indebitamento inferiore al previsto. Circostanza gradita, ancorché sorprendente, i differenziali creditizi hanno cominciato a restringersi al volgere del nuovo anno, nonostante che altri indicatori del clima di mercato rimanessero alquanto sfavorevoli. Anche se questo potrebbe essere in parte riconducibile a una correzione di precedenti eccessi, nondimeno gli operatori vi hanno scorto motivi per ritenere che le società erano riuscite nell'intento di ristrutturare i bilanci e ridurre la propria vulnerabilità a shock potenziali.

Le ragioni del buon funzionamento del sistema finanziario, e in particolare di quello bancario, possono essere ricercate in alcuni fattori sia strutturali che ciclici. Fra questi ultimi, il più importante in molti paesi è stato forse il mancato verificarsi di un evento: il recente rallentamento non è stato infatti preceduto da una forte espansione e dal successivo deterioramento dei mutui su immobili commerciali. Al contrario, nonostante le debolezze nel settore societario e nei mercati finanziari, i conti economici delle istituzioni finanziarie hanno spesso beneficiato del relativo dinamismo dell'edilizia residenziale e dei consumi. Ciò è in parte la conseguenza del risoluto allentamento delle condizioni monetarie in molte giurisdizioni, reso possibile dal protrarsi di una soddisfacente dinamica dell'inflazione.

Anche gli sviluppi strutturali hanno favorito la stabilità finanziaria. Le istituzioni finanziarie in generale, e le banche in particolare, sembrano aver preso maggiore coscienza sia dei rischi in cui incorrono sia della necessità di una loro più accorta gestione. Un aspetto di questa accresciuta consapevolezza è ravvisabile nella tendenza a trasferire il rischio in un primo tempo dal sistema bancario ai mercati finanziari, e in seguito alle istituzioni finanziarie non bancarie, grazie anche alla rapida crescita del comparto dei titoli ad alto rendimento – specie negli Stati Uniti – e allo sviluppo dei mercati obbligazionari europei seguito all'introduzione dell'euro. Le banche si sono avvalse in misura crescente di strumenti quali prestiti sindacati, titoli garantiti da attività, obbligazioni di debito collateralizzate e credit default swap per traslare il rischio di credito su altri investitori istituzionali. L'ipotesi sottostante secondo cui una maggiore dispersione del rischio creditizio gioverebbe alla stabilità è stata sinora avvalorata. A corollario di ciò, l'ampliamento della gamma di

prestatori cui poter ricorrere per le esigenze di finanziamento ha contribuito a evitare quei problemi di liquidità che, in passato, avevano spesso provocato insolvenze destabilizzanti.

Oltre che per la tempestiva correzione delle politiche macroeconomiche, al settore pubblico va altresì riconosciuto il merito di aver contribuito a questi sviluppi finanziari relativamente positivi. Da molti anni le autorità nazionali, di concerto con le istituzioni finanziarie internazionali e il Forum per la stabilità finanziaria, concentrano la loro attenzione sul miglioramento degli standard per una prudente condotta nel sistema finanziario. Nel periodo sotto rassegna è stata dedicata particolare cura alle debolezze nelle fondamenta del mercato, messe a nudo dai recenti scandali societari. Molte iniziative sono state assunte con grande rapidità all'indomani di questi eventi; tuttavia, esse appaiono sovente il frutto della stretta collaborazione con gli stessi operatori di mercato. Inoltre, seppure originate e applicate essenzialmente a livello nazionale, numerose iniziative sono state concepite in modo da riflettere principi di alto profilo concordati in sede internazionale dopo intense consultazioni. Poiché tali principi incorporano gli insegnamenti delle esperienze maturate di recente dai vari paesi, questo processo interattivo dovrebbe infine condurre a una significativa convergenza internazionale in materia di prassi ottimali.

Particolarmente importante è stata la recente pubblicazione, da parte dell'International Organization of Securities Commissions, di una serie di principi sull'indipendenza dei revisori contabili (finalizzata a evitare conflitti di interesse) e sulla sorveglianza pubblica delle società di revisione. Queste iniziative tentano di porre rimedio a quella che sempre più spesso viene ritenuta una grave fonte di debolezza, ossia la mancanza – nel campo della certificazione contabile – della leadership e della volontà necessarie a riformare il sistema e i suoi standard operativi alla luce delle passate carenze. È stato inoltre raggiunto un più vasto consenso internazionale sui principi in materia di contabilità e di informativa al pubblico. In relazione al primo ambito, un significativo passo avanti è stato compiuto con il Memorandum d'intesa concordato tra le autorità statunitensi e l'International Accounting Standards Board allo scopo di muovere verso un unico complesso di criteri contabili. Un altro passo importante è stata la revisione dei Principles of Corporate Governance dell'OCSE, avviata lo scorso anno con l'intento di rafforzare i principi stessi e di fornire maggiori indicazioni sul modo in cui questi debbano essere interpretati, introdotti e applicati su scala mondiale. Va rilevata infine la crescente consapevolezza della necessità di regole internazionali volte a ridurre al minimo i conflitti di interesse insiti nel settore dei servizi finanziari più in generale. Negli ultimi tempi l'attenzione si è concentrata in particolare sulle interazioni tra analisti e sottoscrittori del mercato azionario, ma potrebbero essere facilmente individuati molteplici conflitti di altra natura.

Finora il sistema finanziario mondiale ha dato prova di una buona tenuta di fronte alle tensioni economiche manifestatesi con sempre maggiore evidenza. Ciò dovrebbe essere motivo di sollievo, al pari dei progressi compiuti nel rafforzare le fondamenta su cui poggia il sistema finanziario. Tuttavia, questi aspetti rassicuranti non dovrebbero distogliere le autorità responsabili dall'affrontare le carenze che tuttora permangono, né indurle

a trascurare le sfide che si porranno in futuro. Nel sistema finanziario potrebbero sussistere, ancora latenti, tensioni di una certa rilevanza. Non è possibile prevedere in maniera incontrovertibile i potenziali effetti finanziari derivanti da un prolungato periodo di lenta crescita dell'economia mondiale, specie se aggravati da eventi traumatici di natura politica o commerciale. L'esame di tali questioni prospettiche, e le possibili risposte sul piano delle politiche, costituiscono il perno intorno a cui ruotano le Conclusioni di questa Relazione annuale.

II. Gli andamenti nelle economie industriali avanzate

Aspetti salienti

Nel 2002, nonostante il considerevole stimolo fiscale, la crescita del prodotto nei paesi industriali avanzati ha segnato solo un modesto recupero (tabella II.1). Mentre la spesa delle famiglie è rimasta sostenuta, le imprese hanno continuato a ridurre gli investimenti. Nel primo trimestre 2003 la domanda è risultata inaspettatamente stagnante, anche se è difficile valutare quanto ciò sia imputabile alle incertezze geopolitiche e quanto a forze frenanti più di fondo. L'opinione prevalente tra gli analisti è che vi sarà un moderato recupero dell'attività economica nella seconda parte dell'anno. Il recente incremento dei profitti, il rafforzamento dei bilanci societari e l'ulteriore progresso tecnico creano le condizioni propizie a un rilancio della spesa in conto capitale. È tuttavia aumentato l'onere del debito delle famiglie, e la crescita dei consumi potrebbe rallentare. La domanda interna resta debole in Giappone e nei paesi europei, specie in Germania.

Le pressioni al ribasso sui prezzi dei beni a livello mondiale hanno indotto taluni commentatori a manifestare timori sulla possibilità di una deflazione globale e sui pericoli che questa potrebbe comportare.

Rimangono altri importanti problemi di politica economica. Di recente i disavanzi pubblici si sono ampliati e, in un orizzonte temporale più lungo, l'invecchiamento della popolazione nei paesi industriali avanzati è destinato a generare spinte al rialzo sulle uscite. La definizione di programmi di disciplina fiscale e il riequilibrio delle finanze pubbliche nel medio periodo sono pertanto aspetti di primaria importanza. Il continuo ampliarsi degli squilibri esterni correnti nei paesi industriali a partire dalla metà degli anni novanta si è

Crescita e inflazione								
variazioni medie percentuali su base annua								
	PIL reale				Prezzi al consumo ¹			
	1991-2000	2001	2002	2003 ²	1991-2000	2001	2002	2003 ²
Paesi industriali avanzati	2,5	0,9	1,7	1,7	2,4	2,1	1,5	1,9
Stati Uniti	3,2	0,3	2,4	2,3	2,8	2,8	1,6	2,4
Area dell'euro	2,1	1,4	0,8	1,0	2,4	2,4	2,2	2,0
Giappone	1,4	0,4	0,3	0,8	0,8	-0,7	-0,9	-0,6
Regno Unito	2,3	2,1	1,8	2,0	3,2	2,1	2,2	2,8
Canada	2,8	1,5	3,4	2,7	2,0	2,5	2,2	3,1
Australia	3,4	2,7	3,8	3,0	2,2	4,4	3,0	3,0
Altri paesi ³	2,1	1,3	1,5	1,3	2,1	2,2	1,8	2,1

¹ Per l'area dell'euro, indice armonizzato dei prezzi al consumo; per il Regno Unito, indice dei prezzi al dettaglio, esclusi gli interessi sui mutui ipotecari. ² Previsioni prevalenti pubblicate in maggio. ³ Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera.

Fonti: © Consensus Economics; statistiche nazionali.

Tabella II.1

accompagnato a una diversa configurazione del risparmio globale, che potrebbe avere conseguenze di rilievo in futuro.

La ripresa globale nel 2002

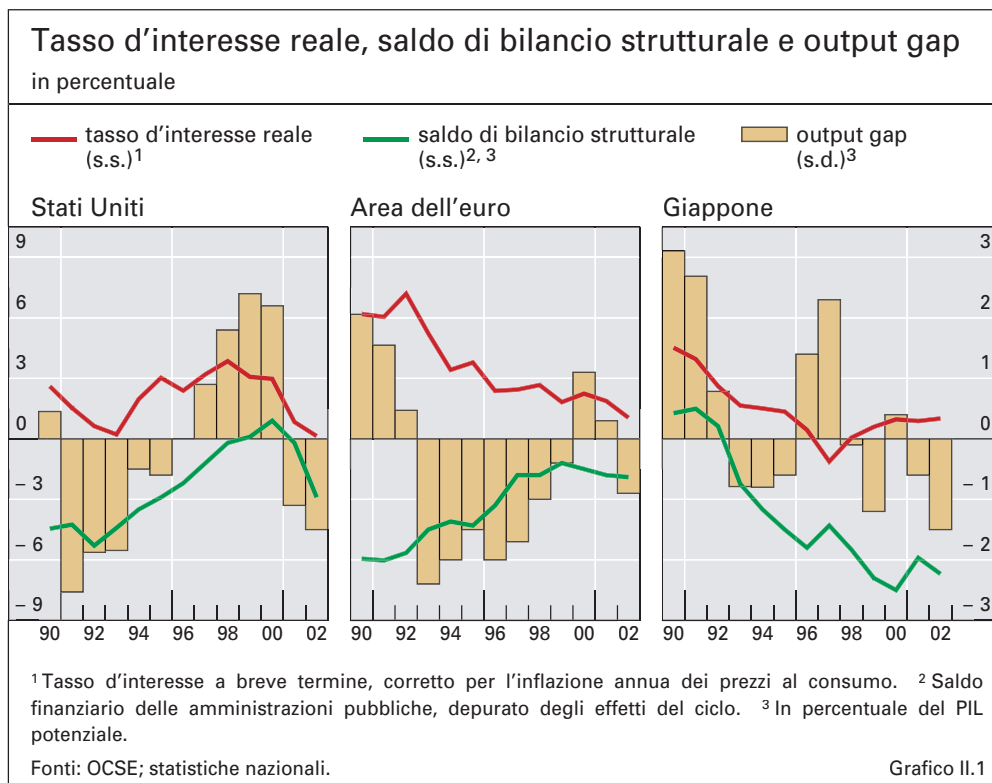
Crescita deludente nonostante le politiche di sostegno

Dopo una flessione relativamente contenuta nel 2001, i paesi industriali avanzati hanno fatto registrare una ripresa nel 2002. Tuttavia, l'economia globale ha ben presto perso slancio, chiudendo l'anno su valori modesti, con un ampliamento dell'output gap nella maggior parte delle aree. Particolare attenzione ha suscitato l'indebolirsi della domanda finale negli Stati Uniti. Alcuni altri paesi industriali hanno mostrato maggiore dinamismo: la domanda interna di beni finali è stata vigorosa soprattutto in Australia e, in minor misura, in Canada. L'economia giapponese è cresciuta solo modestamente, nonostante il netto recupero delle esportazioni. La crescita del prodotto è risultata assai inferiore alle attese nell'area dell'euro e ha pressoché segnato il passo in Germania.

Alla luce del notevole stimolo delle politiche economiche, tale evoluzione appare particolarmente deludente. Negli Stati Uniti i tassi d'interesse ufficiali sono stati ridotti drasticamente, mentre il bilancio pubblico ha segnato un deficit ampio e in aumento (grafico II.1). Nel resto del mondo industrializzato le politiche sono state meno espansive. L'orientamento fiscale è risultato sostanzialmente neutro, poiché se da un lato si è permesso l'operare degli stabilizzatori automatici, dall'altro le misure discrezionali hanno trovato un limite negli ampi disavanzi di bilancio e nell'elevato debito pubblico dell'area dell'euro, e ancor più del Giappone. Il margine per un allentamento della politica monetaria è stato parimenti vincolato, nel primo caso dalla viscosità

L'economia globale ha perso slancio nel corso del 2002 ...

... nonostante le importanti misure di stimolo

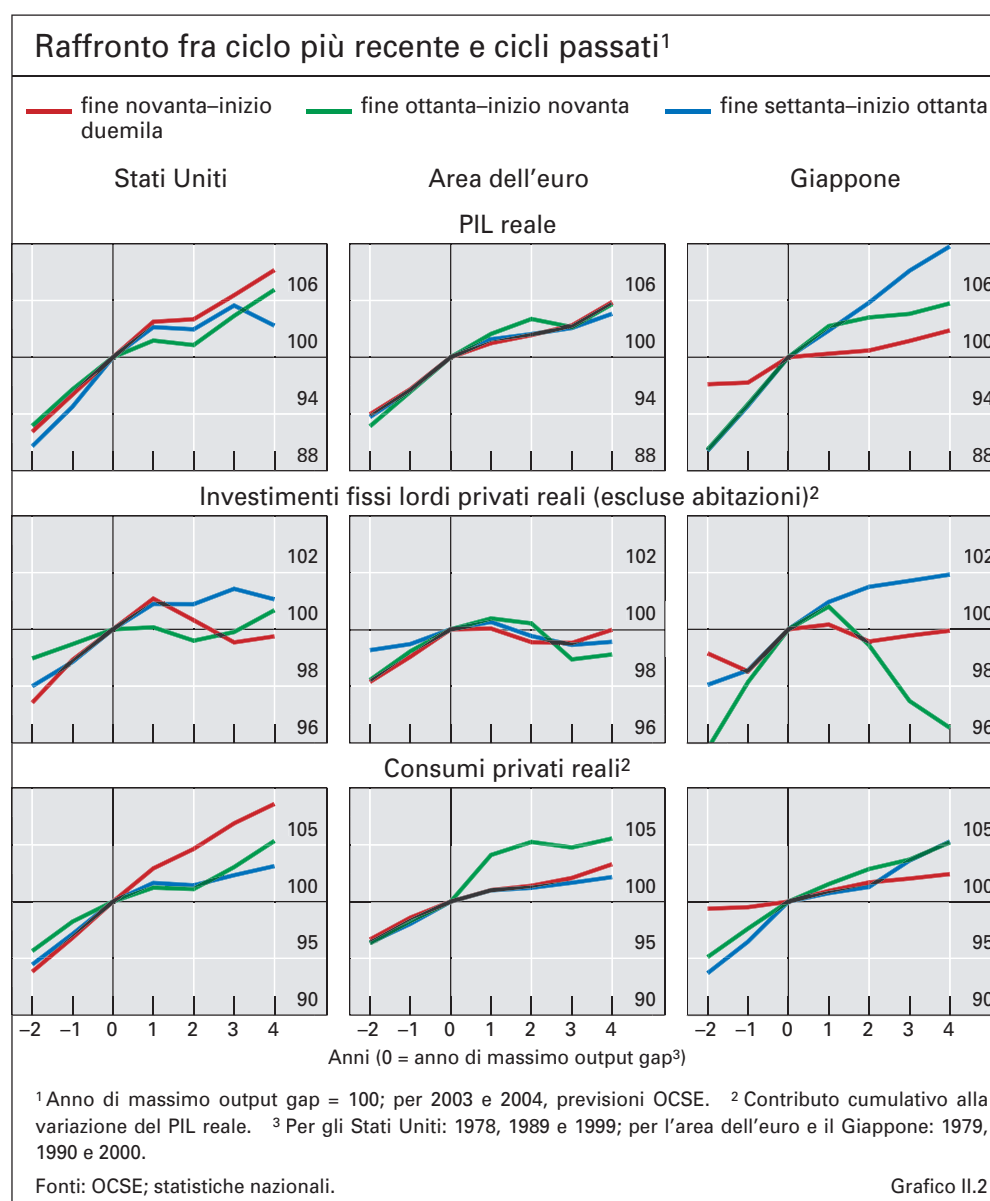


dell'inflazione e, nel secondo, dalla soglia zero dei tassi d'interesse nominali (Capitolo IV). Le condizioni monetarie sono state inasprite in alcuni paesi (in particolare Australia e Canada), di fronte alla sostenuta domanda interna e ad occasionali spinte inflazionistiche.

Mancata ripresa degli investimenti societari

Gli investimenti calano poiché le imprese riassestano i bilanci

Gli investimenti delle imprese, che nei paesi industriali avanzati hanno subito un calo durante il 2002, sono stati eccezionalmente deboli (grafico II.2). Si è trattato in parte di una reazione alla precedente fase di espansione, allorché attese di profitto eccessivamente ottimistiche avevano condotto ad aumenti insostenibili del credito e dei prezzi delle attività. L'emergere di notevoli eccedenze di capacità produttiva in vari settori – specie in quello delle tecnologie informatiche – e le scarse prospettive di crescita della domanda hanno scoraggiato gli acquisti di nuove apparecchiature. Le aziende hanno inoltre dovuto riassestare i propri bilanci e ripristinare i profitti in seguito al calo dei prezzi delle attività. La



fiducia degli investitori è stata ulteriormente minata dagli accresciuti timori riguardo al governo societario suscitati da vari casi clamorosi di manipolazione contabile e dal fallimento di grandi società. La perdita di valore delle azioni, l'inasprimento degli standard creditizi e l'aumento degli spread hanno parimenti reso più difficoltosa la raccolta di risorse finanziarie da parte del settore societario. In alcuni dei maggiori paesi europei e in Giappone si sono fatte più severe le condizioni di accesso al credito, specie per le piccole e medie imprese.

Resilienza della spesa delle famiglie

Nonostante queste dinamiche, nella media la spesa aggregata delle famiglie nei paesi industriali avanzati ha retto abbastanza bene nel 2002, tenuto anche conto del forte calo della ricchezza finanziaria del settore e degli andamenti sfavorevoli sul mercato del lavoro. In varie economie, fra cui in particolare gli Stati Uniti e il Regno Unito, i consumi privati e gli investimenti in costruzioni residenziali sono stati alquanto sostenuti. Vi ha contribuito in modo determinante la reattività della domanda delle famiglie agli impulsi forniti dalle politiche economiche. Le misure fiscali espansive hanno avvantaggiato le famiglie attraverso riduzioni di imposte, incrementi retributivi per i dipendenti pubblici o con il miglioramento delle prestazioni sociali. Nel contempo, il ribasso generalizzato dei tassi d'interesse ufficiali e il calo di quelli a lungo termine hanno ridotto considerevolmente il costo del credito. Ad esempio, negli Stati Uniti i tassi medi sui finanziamenti alle famiglie sono scesi di quasi 1 punto percentuale nel corso del 2002, mentre le vendite di autoveicoli sono state stimolate da favorevoli condizioni creditizie. La spesa delle famiglie è stata assai meno vigorosa nell'area dell'euro, dove è sensibilmente cresciuta la quota di risparmio. In Giappone i consumi hanno dato prova di una relativa tenuta, ma gli acquisti di abitazioni hanno subito un'ulteriore flessione.

I cambiamenti strutturali intervenuti nei mercati finanziari di molti paesi hanno ampliato la disponibilità di credito, permettendo alle famiglie di contrarre prestiti per ammontari più elevati. A ciò ha contribuito anche l'ascesa dei prezzi immobiliari residenziali, che nel 2002 è proseguita a ritmo elevato e in alcuni paesi ha persino accelerato, fornendo alle famiglie una fonte addizionale di liquidità (tabella VII.2 a pagina 143). I rialzi dei prezzi delle abitazioni sembrano avere in parte compensato le perdite di borsa, in particolare per America del Nord, Regno Unito e talune economie dell'Europa continentale. In questi paesi l'accresciuta concorrenza e le innovazioni introdotte nel mercato ipotecario hanno ampliato le possibilità di ottenere credito a fronte degli incrementi di valore degli immobili. Sono inoltre diminuiti i costi di transazione connessi con il rifinanziamento dei prestiti, il che ha consentito ai mutuatari di beneficiare più facilmente del minor costo del denaro.

Il quadro mondiale

Una ripresa non uniforme, ma graduale

Gli accresciuti timori destati dagli sviluppi in Medio Oriente avrebbero avuto un ruolo determinante nel frenare l'espansione negli ultimi tempi, spingendo in alto i prezzi del petrolio e in basso la fiducia. Benché al momento la

La spesa delle famiglie rimane sostenuta ...

... grazie al rincaro delle abitazioni e al rifinanziamento ipotecario

Le forze recessive potrebbero esaurirsi nel 2003 ...

situazione sia ancora offuscata da incertezze geopolitiche, secondo l'opinione prevalente le attuali forze recessive dovrebbero gradualmente esaurirsi. Il processo di aggiustamento delle scorte sembra essersi concluso, visto che ad esempio il rapporto giacenze/vendite negli Stati Uniti si colloca ai minimi storici. Vari fattori inducono a ritenere imminente una svolta positiva anche nel comparto degli investimenti fissi. Dopo due anni di accumulazione calante è presumibile che le imprese necessitino di nuove attrezzature, considerata anche la rapida obsolescenza dei beni strumentali ad alta tecnologia. Un ulteriore sostegno alla formazione di capitale dovrebbe rivenire dai profitti, che nel 2002 sono aumentati in base ai dati di contabilità nazionale, e dal rafforzamento dei bilanci societari. Anche le condizioni finanziarie sono di recente migliorate.

... ma finora vi sono scarsi segni di una solida ripresa

Purtuttavia, fino ad oggi la dinamica del prodotto è rimasta debole nella maggior parte delle aree, e vi sono scarsi segnali di una ripresa del commercio mondiale. Gli attuali sondaggi congiunturali non evidenziano un aumento diffuso del livello di fiducia delle imprese. I mercati finanziari, invece, segnalano un certo miglioramento. Le curve dei rendimenti prefigurano un'accelerazione della crescita nella seconda parte dell'anno, gli spread sulle obbligazioni si sono ridotti e le azioni hanno recuperato buona parte delle perdite legate agli eventi bellici. D'altro canto, i mercati non si sono dimostrati buoni profeti degli andamenti economici nel 2002, un anno contrassegnato da ripetuti e bruschi mutamenti di umore.

Interrogativi riguardo all'opinione prevalente

L'opinione diffusa secondo cui la spesa delle famiglie rimarrà robusta, sostenendo l'economia finché gli investimenti non riprenderanno slancio, solleva diversi interrogativi. Da un lato, un rapido dissolversi delle incertezze geopolitiche potrebbe ravvivare la fiducia e la propensione a spendere sia delle famiglie sia delle imprese, determinando una crescita più vigorosa di quella attualmente ipotizzata. Dall'altro, l'effetto delle passate misure di stimolo potrebbe venir meno prima che la domanda finale si consolidi sino ad auto-sostentarsi. In particolare, la spesa pubblica e la componente della domanda delle famiglie sensibile ai tassi d'interesse sono già a livelli elevati e potrebbero subire una certa flessione nel prossimo futuro. Di fatto, negli Stati Uniti sembra essere già in atto una fase di maggiore debolezza nel settore dei beni di consumo durevoli. Nei paesi in cui la spesa delle famiglie è stata sorretta da un esuberante mercato delle abitazioni, l'impulso proveniente dal rifinanziamento ipotecario potrebbe affievolirsi. Sembra inoltre che il rincaro degli immobili residenziali in alcune realtà sia giunto al culmine, e che i tassi d'interesse a lungo termine abbiano cessato di diminuire.

Un altro rischio è che gli impulsi delle politiche possano di fatto subire un'inversione di segno. Sul versante fiscale, il deterioramento dei conti pubblici ha indotto le autorità di molti paesi non solo a desistere dall'introdurre altre misure di rilancio, ma anche ad attuare una certa restrizione in Europa e, a livello delle amministrazioni centrali e locali, negli Stati Uniti. Sul piano della politica monetaria, il margine per ulteriori stimoli si è pressoché esaurito nei paesi in cui i tassi ufficiali e i rendimenti sui titoli pubblici sono ormai ai minimi storici. Taluni commentatori hanno espresso preoccupazione per una possibile correzione verso l'alto dei tassi a lunga scadenza qualora

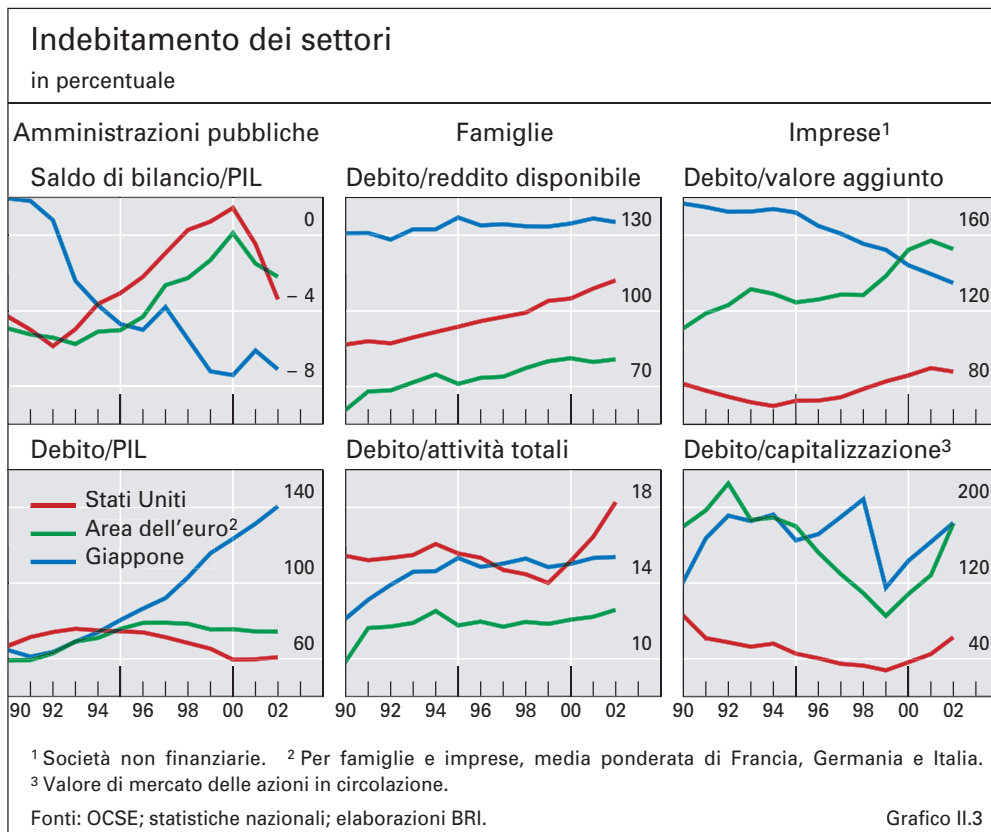
gli investitori comincino a temere per l'evoluzione dei prezzi e delle finanze pubbliche. Infine, il manifestarsi di nuove difficoltà a livello delle imprese o di vulnerabilità finanziarie latenti in alcuni paesi potrebbe per qualche tempo limitare l'erogazione di credito.

I bilanci del settore privato

Non è ancora chiaro in quale misura la necessità di riassetare i bilanci societari continui a frenare la ripresa, ma vi è motivo di ottimismo. Grazie ai ridotti investimenti fissi, il saldo finanziario (ossia la differenza fra risparmio e investimento) del settore delle imprese è sensibilmente migliorato in Giappone, Stati Uniti ed Europa. In Giappone le aziende in profitto hanno proseguito il rimborso delle ingenti passività accumulate in passato: nell'ultimo decennio il rapporto fra debito e valore aggiunto nel settore societario è sceso di oltre 30 punti percentuali (grafico II.3). Negli Stati Uniti il conto finanziario delle imprese è risultato pressoché in equilibrio nel 2002, e il debito ha cominciato a calare. Nell'area dell'euro l'indebitamento delle società, cresciuto rapidamente nella seconda metà degli anni novanta, è di recente diminuito, così come si è ridotto il saldo finanziario negativo a partire dal 2000.

I bilanci societari si sono in certa misura rafforzati ...

Vi sono poi due ulteriori fattori positivi. Primo, gli indici debito/capitale proprio rimangono su valori modesti, in quanto la perdita di valore delle azioni è stata parzialmente compensata da una riduzione della leva finanziaria. Secondo, i bassi tassi d'interesse hanno permesso alle imprese di ridurre i costi per il servizio del debito. Ad esempio, verso la fine del 2002 gli oneri per interessi delle società non finanziarie USA erano scesi intorno al 14% del cash

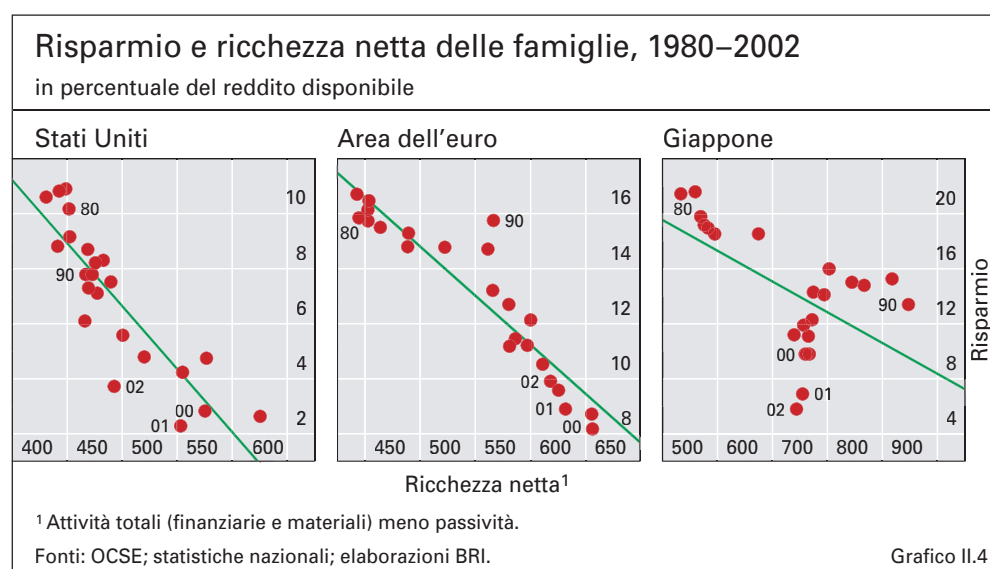


flow, segnando un calo di quasi 2 punti percentuali rispetto al picco più recente toccato agli inizi del 2001, e di oltre 5 punti in confronto ai primi anni novanta. Tuttavia, se i tassi riprendessero a salire, le imprese potrebbero cercare di contenere i pagamenti in conto interessi rinviando gli investimenti finanziati con capitale di prestito. Inoltre, il riequilibrio dei bilanci è un processo lento. Il fatto che il rapporto debito/valore aggiunto delle imprese USA si situi oggi all'88%, contro l'80% degli inizi degli anni novanta, potrebbe indurre ad abbassare ulteriormente la leva finanziaria. Questo rischio appare anche maggiore in Europa. Infine, a causa delle passività latenti (come quelle dovute alla sottocapitalizzazione degli schemi pensionistici), la situazione potrebbe essere meno solida di quanto non indichino le statistiche ufficiali.

... ma è cresciuto il debito delle famiglie

Diversamente dalle imprese, durante la recente fase del ciclo le famiglie nei paesi industriali avanzati hanno in media continuato a indebitarsi e a spendere, malgrado il sensibile rallentamento osservato nell'area dell'euro. Di conseguenza, anche nel 2002 il debito del settore è cresciuto più rapidamente del reddito. Questa tendenza è stata particolarmente pronunciata nei paesi in cui i minori tassi d'interesse nominali hanno stimolato la domanda di abitazioni e indotto le famiglie a rinegoziare mutui ipotecari in essere. Tale processo ha reso disponibili fondi per finanziare un aumento della spesa ed è stato rafforzato dalla marcata ascesa dei prezzi degli immobili residenziali.

Se si tiene conto del valore delle attività patrimoniali, il debito delle famiglie non appare particolarmente elevato. Eccezion fatta per il Giappone, il rapporto medio fra passività e ricchezza del settore nei paesi del G7 è pressoché stabile da parecchi anni, intorno al 15%. Le passività in essere sono tuttavia salite a oltre il 105% del reddito disponibile, superando di quasi 15 punti percentuali il livello dei primi anni novanta. Anche i costi per il servizio del debito sono cresciuti. Ad esempio, nel 2002 essi hanno assorbito circa il 14% del reddito disponibile delle famiglie USA, una quota sensibilmente più alta rispetto a un decennio fa, nonostante il deciso calo dei tassi di finanziamento. Sebbene nel complesso il settore delle famiglie sia in larga misura protetto da tassi ipotecari fissi a lungo termine, esso potrebbe comunque



divenire vulnerabile in caso di rialzo dei tassi d'interesse o di deterioramento del mercato del lavoro. La bassa inflazione potrebbe avere indotto alcuni mutuatari privati a sottostimare l'onere reale dei futuri rimborsi.

Anche se i bilanci delle famiglie non sembrano comportare una minaccia immediata per la spesa, è possibile che cresca il risparmio del settore. Questo è già aumentato in misura significativa nell'area dell'euro durante gli anni più recenti. Maggiori motivi di preoccupazione potrebbero esservi in Giappone dove, nonostante le notevoli perdite di ricchezza subite negli ultimi dieci anni, la quota di risparmio delle famiglie ha proseguito la sua tendenza calante (grafico II.4). Negli Stati Uniti essa appare ancora bassa, sebbene nel 2002 abbia ripreso ad aumentare. Gli sgravi fiscali hanno permesso alle famiglie USA di migliorare leggermente la capacità di risparmio. Tuttavia, il livello di equilibrio è probabilmente diminuito nel corso degli ultimi due decenni a causa della crescente ricchezza netta.

Prospettive a più lungo termine

Un aspetto di spicco della recente flessione della crescita produttiva è che essa è stata avvertita anche nelle aree economiche – in particolare Europa continentale e Giappone – che non avevano vissuto il precedente boom della domanda. L'elevato grado di sincronia mostrato dai cicli economici nell'ambito dei paesi industriali è dovuto a fattori finanziari e di fiducia, oltre che ai flussi commerciali. Secondo alcuni osservatori, questi nessi sono divenuti più stretti negli ultimi anni, rendendo più evidente il ruolo guida degli Stati Uniti (*72ª Relazione annuale*). In primo luogo, sono aumentati sostanzialmente i legami internazionali a livello di imprese in seguito all'ondata di fusioni e acquisizioni transfrontaliere degli anni novanta. In secondo luogo, l'ampliamento del disavanzo corrente degli Stati Uniti si è accompagnato a crescenti afflussi di capitali. Di conseguenza, varie imprese estere, finanziarie e non, che avevano contribuito a finanziare l'espansione dell'economia americana sono incorse in pesanti perdite e sono state costrette a tagliare i costi per ripristinare i profitti.

La maggiore influenza esercitata dagli Stati Uniti sulla crescita mondiale può tuttavia essere dovuta anche ad alcune debolezze specifiche di altre regioni. Durante gli ultimi dieci anni l'economia del Giappone è cresciuta in media solo dell'1% annuo. Ciò fa ritenere che il suo tasso potenziale di crescita sia ora ben al disotto del 4% stimato negli anni ottanta. La crescita potenziale si è indebolita anche in alcuni dei maggiori paesi europei, e specialmente in Germania, come si vedrà in maggior dettaglio più avanti. Queste tendenze sono importanti, e non soltanto per ciò che esse implicano in termini di evoluzione del tenore di vita nel lungo periodo. I bassi tassi di crescita potenziale al di fuori del Nord America potrebbero rendere più difficile il processo di aggiustamento delle bilance correnti necessario per correggere gli attuali squilibri esterni. Inoltre, una bassa crescita potenziale è sovente il riflesso di rigidità strutturali e di scarsa resistenza agli shock. Si pensi al modo in cui gli Stati Uniti, dove il potenziale di crescita rimane sostenuto, sono riusciti a far fronte alla recente flessione congiunturale. Il dinamismo dell'economia statunitense dal lato dell'offerta è parso offrire maggiori opportunità per nuove fonti di crescita e una migliore capacità di rispondere agli stimoli della domanda.

Gli sviluppi negli Stati Uniti continuano a svolgere un ruolo centrale

La debolezza di Giappone ed Europa ...

... è dovuta alla più
lenta crescita delle
forze di lavoro ...

Il fattore principale all'origine della performance economica nel lungo periodo è costituito dalle forze di lavoro. Queste stanno tuttora crescendo fortemente negli Stati Uniti, mentre hanno cominciato a calare in Giappone, e altrettanto accadrà nell'immediato futuro in alcune economie europee con una popolazione in rapido invecchiamento. Esistono inoltre notevoli differenze nel funzionamento del mercato del lavoro. Se negli Stati Uniti la disoccupazione strutturale si è costantemente ridotta dalla metà degli anni settanta, essa è aumentata in Giappone. L'area dell'euro presenta un quadro più differenziato: la disoccupazione strutturale è cresciuta a livelli elevati fino alla metà degli anni novanta, ma da allora è calata in alcuni paesi – con la notevole eccezione della Germania – grazie a efficaci misure dirette a promuovere la creazione di posti di lavoro. Un secondo fattore di rilievo è stato il relativo vigore della crescita della produttività negli Stati Uniti, in particolare lo scorso anno, durante il quale è nettamente salita la produzione per addetto. Nell'area dell'euro e in Giappone l'incremento della produttività è stato invece debole durante gli ultimi anni.

... e alla minore
produttività

L'eccellente performance degli Stati Uniti sembra dovuta soprattutto al costante progresso tecnologico, misurato dalla crescita della produttività totale dei fattori (PTF), ossia l'incremento di produzione ottenuto a quantità invariate di lavoro e di capitale. Ad esempio, negli Stati Uniti i guadagni di PTF si sono accelerati notevolmente dal periodo di lenta espansione del prodotto degli anni settanta, in netto contrasto con quanto osservato in Europa e in Giappone. Nei paesi europei vi sono indicazioni che le recenti riforme nei mercati del lavoro hanno condotto ad aumenti dell'occupazione che rallentano la dinamica della produttività. In Giappone l'attenzione si è appuntata soprattutto sul dissestato sistema finanziario, da molti visto come il maggiore ostacolo a una crescita duratura.

Necessità di riforme
nei mercati dei beni
e del lavoro

Sebbene l'adozione di talune riforme strutturali rischi di innalzare la disoccupazione nel breve periodo, essa può altresì liberare una domanda latente (ad esempio, nel settore dei servizi interni), accrescendo con il tempo l'occupazione, senza contare che l'annuncio stesso di un programma di riforme può di per sé accrescere la fiducia, specialmente da parte delle imprese. Inoltre, il bisogno di migliorare il funzionamento dei mercati potrebbe essere più urgente di quanto solitamente ritenuto. In primo luogo, le rigidità possono rimanere dissimulate per molto tempo prima che se ne manifestino gli effetti negativi sull'offerta. In secondo luogo, potrebbero essere compromessi i guadagni di produttività a lungo termine, qualora l'acuirsi dei rischi geopolitici si traducesse in maggiori spese per la sicurezza e la difesa, le quali agiscono come una tassa occulta sull'economia. Infine, saranno necessari più forti incrementi di produttività per compensare l'effetto negativo sul reddito pro capite esercitato dall'invecchiamento della popolazione nella quasi totalità dei paesi industriali.

Moderate prospettive di crescita a più lungo termine in Germania

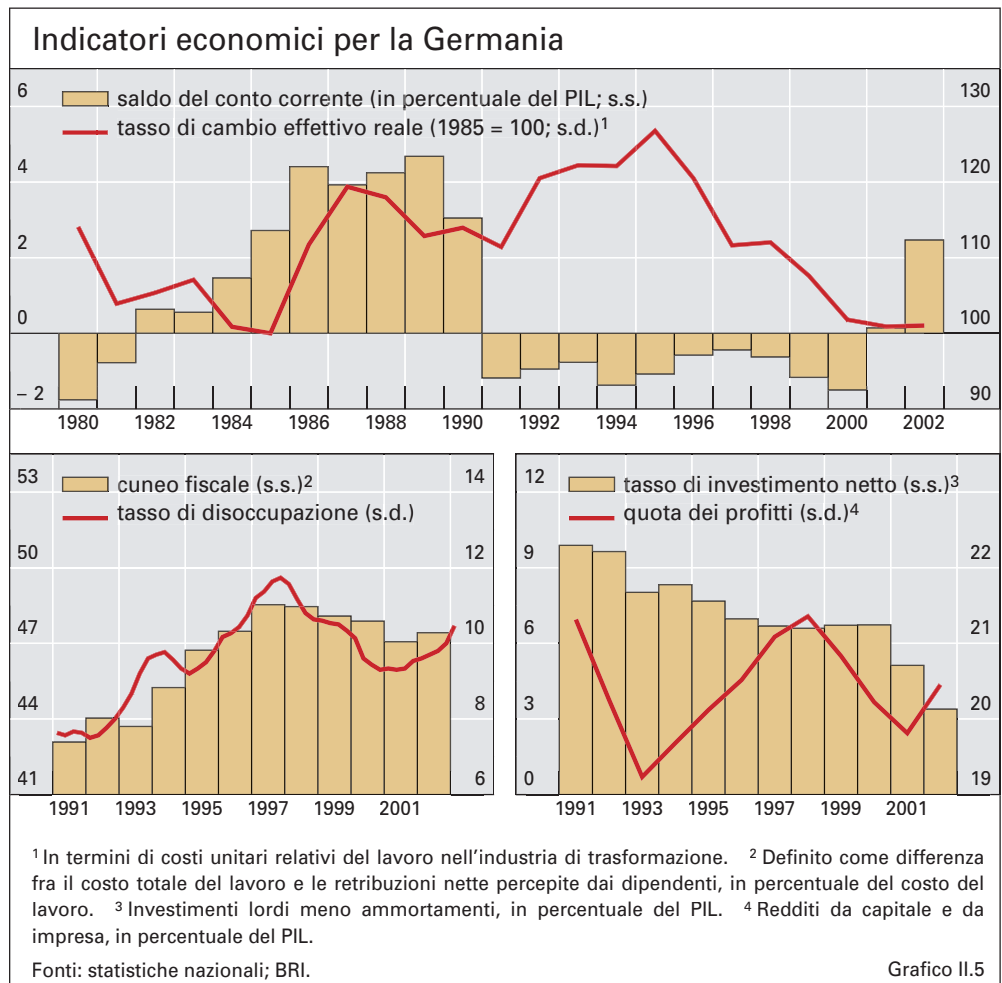
Debole performance
economica in
Germania ...

In questa prospettiva di più lungo periodo delle debolezze strutturali che ostacolano la crescita, molti osservatori hanno di recente fissato la propria attenzione sull'Europa continentale. La portata e la natura degli ostacoli differiscono a seconda dei paesi. Di particolare interesse è il caso della

Germania, la maggiore economia dell'area, dove negli ultimi anni l'espansione del PIL è stata eccezionalmente debole. Questa mediocre performance pare essere imputabile soprattutto al ristagno della domanda interna. In effetti, nell'ultimo quinquennio il contributo delle esportazioni alla crescita totale del prodotto è stato mediamente pari a oltre 2 punti percentuali, un valore superiore alla media degli anni ottanta e più elevato di quelli della Francia e dell'Italia. Per contro, i consumi privati sono risultati più deboli e i modesti investimenti hanno rappresentato un notevole fattore frenante, contribuendo ad abbassare il tasso di crescita potenziale della Germania a solo l'1½%, a fronte di stime prossime al 2½% per il resto dell'area dell'euro.

Per spiegare il declino della crescita economica tedesca sono state addotte varie ragioni, alcune delle quali possono apparire meno fondate di altre. Taluni osservatori sostengono ad esempio che il paese è entrato nella UEM con un tasso di cambio sopravvalutato. Tuttavia, se è vero che la Germania aveva perso competitività e quote di mercato nella prima metà degli anni novanta, in seguito il tasso di cambio effettivo reale è sensibilmente calato (grafico II.5, diagramma superiore). Di conseguenza, negli ultimi anni il paese ha riconquistato quote di mercato, e il rapporto esportazioni/PIL si situa ora a livelli record. Altri avanzano l'ipotesi che siano stati gli alti tassi d'interesse reali a deprimere la spesa per investimenti e la crescita complessiva. A prima vista anche questa tesi appare infondata, se si considera che dal 1997 i rendimenti

... nonostante il recente miglioramento della competitività



obbligazionari reali (corretti per l'inflazione dei prezzi al consumo) a lungo termine sono stati mediamente pari al 3½%, rispetto a una media storica del 4% a partire dagli anni sessanta. Tuttavia, essendo diminuito il tasso di crescita potenziale, si potrebbe argomentare che è parimenti calato il tasso d'interesse "naturale", ossia il tasso di equilibrio fra risparmio e investimenti.

I costi della
riunificazione

Un'ipotesi assai più plausibile è che la Germania stia ancora soffrendo dei costi diretti e indiretti della riunificazione del 1989-1990. Moltissime imprese della ex Repubblica democratica tedesca sono fallite, causando un peggioramento duraturo delle condizioni del mercato del lavoro. I connessi trasferimenti statali – quasi il 4% annuo del PIL durante gli anni novanta – paiono aver provocato un analogo deterioramento delle finanze pubbliche, che ha ridotto in misura significativa il margine di manovra della politica fiscale. Anche gli aumenti di imposta necessari per finanziare la riunificazione sembrano aver influenzato negativamente la situazione del mercato del lavoro, ampliando in misura notevole il "cuneo fiscale" (grafico II.5, diagramma in basso a sinistra). Infine, la riunificazione ha provocato un incremento insostenibile della spesa edilizia. La sua successiva contrazione ha ridotto di quasi ⅓ di punto l'anno la crescita del PIL reale a partire dal 1995. Per giunta, i prezzi delle abitazioni – dopo essere calati nella seconda metà del passato decennio – sono rimasti pressoché stabili negli ultimi anni. Le famiglie tedesche non hanno pertanto beneficiato di alcuna contropartita alle perdite di borsa, a differenza di quanto avvenuto nella maggior parte degli altri paesi industriali.

Declino degli
investimenti
societari ...

Forse il sintomo (se non la causa) più importante dello scarso dinamismo dell'economia tedesca è la ridotta capacità o volontà delle imprese di investire. Dai primi anni novanta gli investimenti netti in rapporto al PIL sono calati fortemente (grafico II.5, diagramma in basso a destra). Pur ammettendo che i reinvestimenti (ossia, la sostituzione di impianti obsoleti) servano anche a introdurre nuove tecnologie che promuovono la crescita, tale tendenza è motivo di preoccupazione. Qualora perdurasse, essa causerebbe probabilmente un ulteriore abbassamento del tasso potenziale di crescita dell'economia.

... e difficoltà per le
medie imprese

Benché la bassa propensione a investire sia in parte di natura ciclica, paiono entrare in gioco anche cause più di fondo o strutturali. Una di queste potrebbe essere il fatto che le imprese non si attendono dai nuovi investimenti una redditività sufficiente a coprirne il rischio, a riprova forse del fatto che i profitti sono troppo bassi. Inoltre, secondo alcune indicazioni le piccole e medie imprese – che costituiscono tradizionalmente la principale fonte di nuovi posti di lavoro, ma sono per lo più orientate al mercato interno – hanno avuto risultati peggiori rispetto alle grandi società, che esportano una parte notevole della loro produzione. È possibile che il problema sia stato acuito negli ultimi anni dai più stringenti criteri di accesso al credito bancario, che potrebbero aver colpito in modo particolare le imprese di minori dimensioni.

Rigidità nei mercati
dei beni e del
lavoro

Anche le rigidità nei mercati dei beni e del lavoro avrebbero influito in modo negativo sulla propensione delle imprese a investire, nonché sulla crescita complessiva. Restrizioni di vario tipo (ad esempio, sugli orari di apertura degli esercizi commerciali) potrebbero senz'altro aver frenato l'espansione del terziario, limitandone così la capacità di assorbire esuberanti di manodopera nell'industria. La costituzione di nuove imprese, e il connesso

potenziale di creazione di impieghi, sono stati frenati da onerosi vincoli regolamentari. Gravi rigidità permangono anche nel mercato del lavoro. Oltre al ricordato ampliamento del "cuneo fiscale", le severe misure di protezione dell'impiego potrebbero aver scoraggiato le assunzioni. La struttura impositiva, i sussidi di disoccupazione e i trasferimenti sociali tendono a disincentivare la ricerca di posti di lavoro, specie fra le persone con basso livello di qualificazione e di reddito. Le possibilità di accordi salariali collegati alla performance dell'azienda o del prestatore di lavoro restano parimenti molto limitate.

Sebbene al momento le prospettive a breve termine della Germania non sembrino molto favorevoli, non vanno però sottovalutati alcuni segnali positivi. Il vigore delle esportazioni mostra che le imprese tedesche sono in grado di competere in condizioni mondiali difficili. Gli effetti della riunificazione dovrebbero gradualmente esaurirsi. Il necessario processo di ridimensionamento del settore delle costruzioni appare avanzato, e le conseguenze per le banche e le altre istituzioni finanziarie sembrano essere state contenute (Capitolo VII). L'impressione generale è che il governo sia determinato a introdurre diverse importanti riforme strutturali. Paiono pertanto ingiustificati i timori secondo cui la Germania si troverebbe ad affrontare una protratta debolezza dell'economia analoga a quella del Giappone.

Alcuni segnali
positivi

Inflazione

Evoluzione recente

Nel 2002 le pressioni sui prezzi a livello mondiale sono rimaste moderate. Tuttavia, questo quadro d'insieme cela andamenti differenziati fra i vari paesi. L'inflazione è aumentata nelle economie in più rapida crescita, mettendo a repentaglio il conseguimento degli obiettivi in Canada e nel Regno Unito agli inizi del 2003. Nell'area dell'euro l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) ha superato la soglia del 2% lo scorso anno; l'inflazione è rallentata sensibilmente negli Stati Uniti; i prezzi al consumo sono risultati pressoché stabili in Svizzera e sono calati per il quarto anno consecutivo in Giappone.

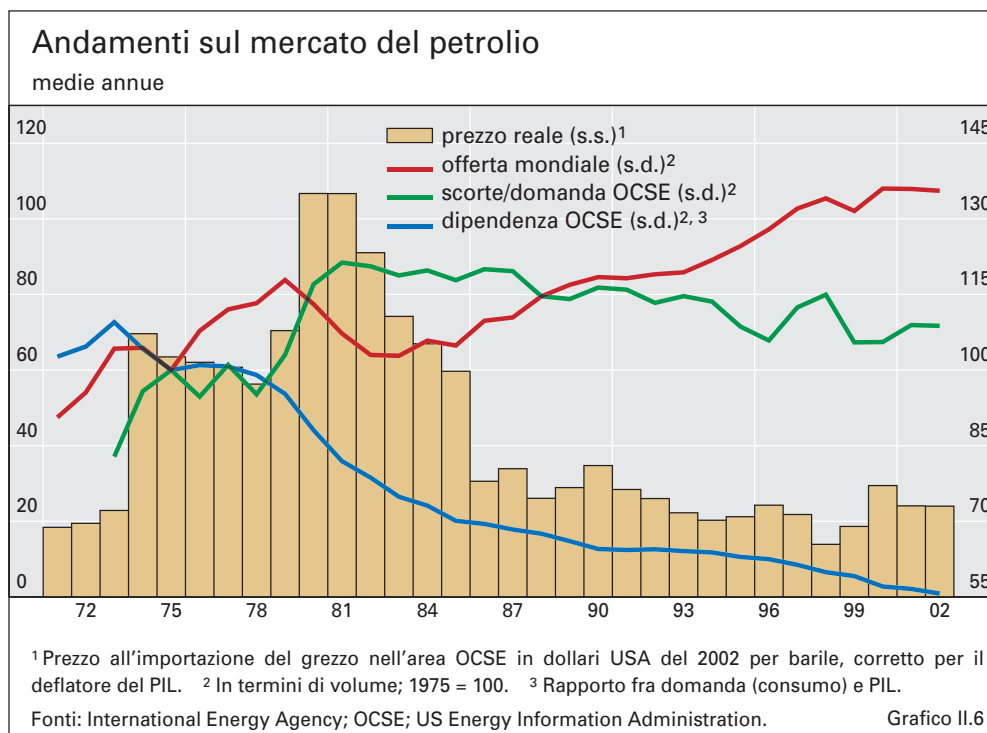
Moderate pressioni
sui prezzi

Si possono ravvisare differenze notevoli anche all'interno delle singole regioni, e in particolare nell'area dell'euro, dove i prezzi al consumo sono saliti nel 2002 di poco più dell'1% in Germania, ma di quasi il 5% in Irlanda. L'evoluzione dei prezzi è stata disuguale pure negli Stati Uniti, con incrementi che vanno dallo 0% circa nella regione di Cleveland a quasi il 3% in quella di Los Angeles. Infine, sensibili disparità sono emerse anche a livello settoriale, con divari spesso assai ampi fra i servizi orientati al mercato interno e il comparto manifatturiero. Ad esempio, negli Stati Uniti i prezzi dei prodotti non alimentari sono scesi del 2%, mentre quelli dei servizi hanno registrato un aumento del 3%.

Prospettive

Nel 2003 l'inflazione dovrebbe rimanere bassa. L'impennata dei prezzi del petrolio nei primi mesi dell'anno, dovuta essenzialmente alla guerra in Iraq e alle interruzioni nella produzione venezuelana, si è già parzialmente annullata. Tuttavia, le previsioni sulla dinamica delle quotazioni restano soggette a

Le previsioni sul
prezzo del petrolio
restano incerte



incertezza. Nell'anno a venire, queste ultime potrebbero continuare ad essere volatili, a seconda della crescita mondiale, dell'offerta proveniente dai paesi non OPEC e della capacità dell'OPEC stessa di compensare prontamente repentini squilibri fra domanda e offerta. Inoltre, il rapporto fra scorte e consumo nei paesi industriali è andato calando a partire dai primi anni ottanta, sicché il riproporsi di turbative di mercato potrebbe causare più forti oscillazioni di prezzo (grafico II.6). Infine, un grosso interrogativo concerne i tempi e la portata del ritorno del petrolio iracheno sul mercato mondiale.

Vi sono buone ragioni per ritenere che l'inflazione mondiale rimarrà bassa e stabile nel breve termine, grazie alle deboli pressioni di fondo. Uno dei motivi è il fatto che sembra in generale essere diminuita la sensibilità dell'inflazione alle variazioni cicliche del prodotto. Ad esempio, durante lo scorso decennio l'inflazione è rimasta moderata negli Stati Uniti, nonostante le ampie fluttuazioni sia della disoccupazione sia del grado di utilizzo della capacità produttiva. In Giappone la deflazione è stata relativamente stabile e piuttosto contenuta negli ultimi anni. Vi sono altresì indizi di un minore effetto di traslazione dei movimenti del cambio nei paesi che registrano una moderata inflazione. Visto il lungo periodo di inflazione stabilmente bassa nei paesi industriali, le aspettative sembrano essersi saldamente ancorate, e ciò dovrebbe contribuire a ridurre la persistenza di eventuali shock di natura straordinaria. Parimenti, l'accresciuta concorrenza interna ed estera potrebbe aver modificato il modo in cui sui vari mercati si determinano salari e prezzi, a riprova di una maggiore resistenza agli aumenti dei prezzi.

Rischi di deflazione?

Dati il basso livello dell'inflazione, l'ampio margine di capacità inutilizzata e la prospettiva di una crescita inferiore al potenziale nei principali paesi industriali

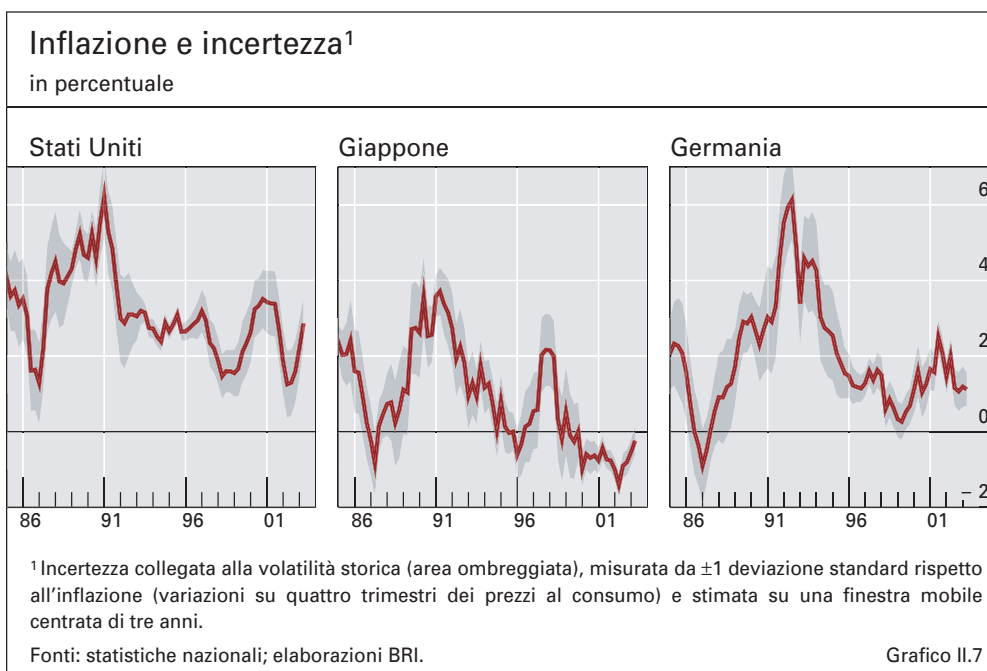
L'inflazione dovrebbe rimanere bassa

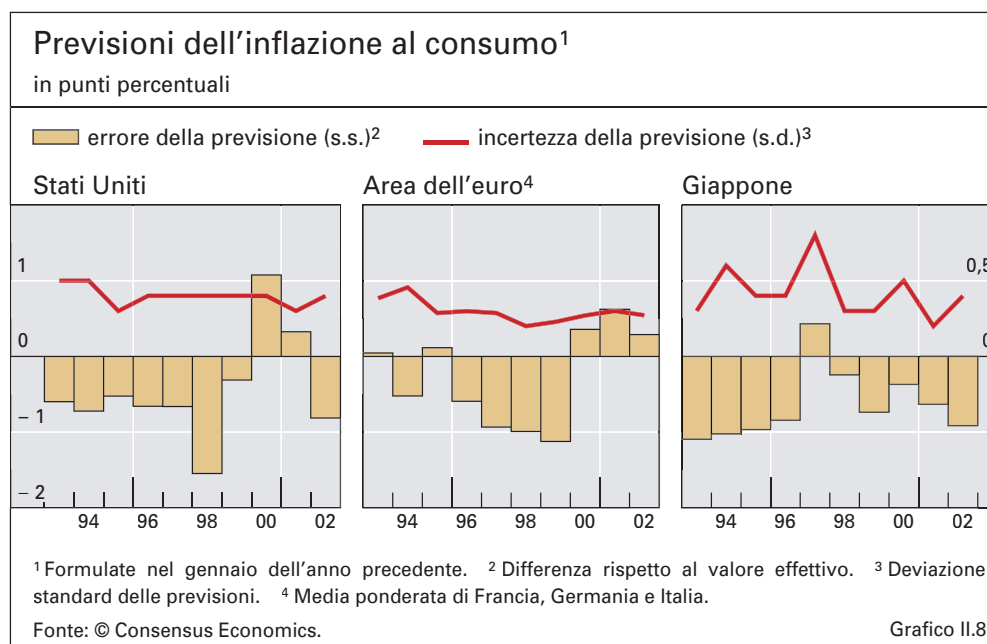
avanzati, alcuni commentatori temono non tanto l'inflazione quanto la deflazione, definita come un calo del livello generale dei prezzi. Ha ugualmente destato interesse il fatto che in Giappone il deflatore del PIL risulti in calo dell'1% annuo dalla metà degli anni novanta, e che i prezzi siano recentemente diminuiti in vari altri paesi asiatici. La deflazione può causare problemi economici, dal momento che la maggior parte dei contratti di prestito è definita in termini nominali, che i salari nominali tendono a essere rigidi verso il basso e che i tassi d'interesse nominali non possono essere negativi (Capitolo IV). Nell'attuale congiuntura, quali sono i rischi che l'economia mondiale scivoli verso una situazione deflazionistica?

Il primo e ovvio punto è che quando l'inflazione si situa a livelli molto bassi, aritmeticamente la deflazione non è distante. Per giunta, la variabilità dell'inflazione rimane notevole, specie se rapportata agli attuali valori molto contenuti dell'inflazione stessa (grafico II.7), ed è persino aumentata in termini relativi in alcuni paesi. L'incertezza delle previsioni sul futuro andamento dei prezzi – misurata dalla deviazione standard delle stime – equivale ancora in alcuni casi a quasi un terzo di punto percentuale (grafico II.8). Durante gli anni novanta, per lunghi periodi l'inflazione effettiva è risultata ben inferiore alle previsioni prevalenti.

Le previsioni in materia di inflazione sono spesso incerte

Un altro aspetto importante è il fatto che i tassi d'inflazione rilevati tendono a sovrastimare l'effettivo incremento dei prezzi, a seconda degli indici e dei metodi statistici impiegati. Ad esempio, se si fosse tenuto conto dei cambiamenti nella composizione della spesa indotti dalle variazioni dei prezzi relativi (mantenendo invariate le ponderazioni), nel 2002 l'inflazione al consumo negli Stati Uniti sarebbe risultata inferiore di quasi mezzo punto percentuale. Analogamente, la deflazione in Giappone apparirebbe più grave se fosse misurata dal deflatore dei consumi privati anziché dall'indice dei prezzi al consumo. Vi sono inoltre indicazioni di errori per eccesso nelle misurazioni



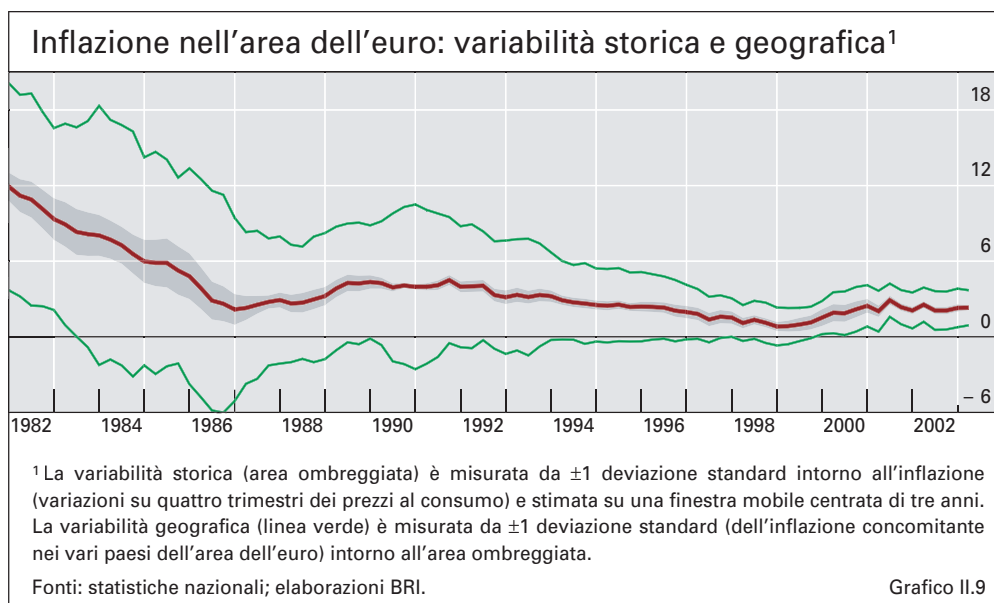


Molte misurazioni dell'inflazione paiono eccessive

dell'inflazione dovuti a difficoltà nell'integrare i miglioramenti qualitativi, difficoltà che possono essere acute dal lancio di prodotti innovativi e dalla comparsa di nuovi canali di distribuzione. Dati l'attuale basso livello dell'inflazione e il grado di incertezza delle previsioni, la possibilità di episodi di calo dei prezzi (come quelli osservati in Germania a metà degli anni ottanta) non può essere esclusa. Se si tiene conto degli errori di misurazione ("deflazione effettiva"; tabella IV.1 a pagina 77), questa possibilità diventa ancora più concreta, sebbene negli ultimi anni l'inflazione rilevata si sia già ridotta in misura considerevole in alcuni paesi per effetto di importanti modifiche nelle metodologie di calcolo, fra cui in particolare il crescente impiego di indici dei prezzi edonici. Poiché, come mostra chiaramente l'esperienza giapponese, la deflazione può radicarsi pur in presenza di politiche macroeconomiche molto espansive, è senz'altro opportuna una valutazione delle potenziali forze deflazionistiche presenti in altri paesi.

Potenziali fattori deflazionistici: capacità produttiva eccedente ...

Il brusco scoppio della bolla degli anni novanta nel settore IT ha destato la sensazione di un più generalizzato eccesso di capacità. In linea di principio ciò potrebbe esercitare un notevole impatto deflativo sull'economia globale, soprattutto se i prezzi calanti dovessero interagire con elevati livelli di indebitamento nominale. In effetti, evidenze aneddotiche di investimenti in eccesso nei paesi emergenti dell'Asia, nonché di un utilizzo molto basso della capacità produttiva in numerosi settori in seguito al recente rallentamento, sembrano suffragare tale punto di vista. Tuttavia, vi sono scarse prove di un diffuso eccesso di capacità nell'economia mondiale. Il rapporto capitale/PIL nel settore delle imprese USA è di fatto calato in termini di volume negli anni novanta, principalmente a causa del più rapido ammortamento degli impianti. Come già accennato, le società giapponesi hanno avuto la tendenza a utilizzare i profitti per ridurre le passività piuttosto che per accrescere gli investimenti.



Molti osservatori hanno anche indicato i movimenti dei prezzi relativi come possibile fonte di deflazione, facendo rilevare che in un contesto di bassa inflazione essi possono più facilmente causare diminuzioni effettive dei prezzi nominali nei settori che beneficiano dei progressi tecnologici, come quello dell'informatica. Ciò potrebbe a sua volta accrescere la probabilità di variazioni negative del livello generale dei prezzi, data la viscosità di questi ultimi in altri settori. Tuttavia, tali shock dal lato dell'offerta vanno visti in generale come un fattore positivo, in quanto sono essenzialmente il risultato di forti incrementi di produttività trasferiti ai consumatori sotto forma di aumenti del reddito reale. Anche se il loro effetto è quello di spingere in negativo gli indici misurati dei prezzi, essi non costituiscono una minaccia per i profitti e per la crescita economica, come farebbe invece una deflazione più generalizzata.

... variazioni dei prezzi relativi ...

Le variazioni dei prezzi relativi connesse con il commercio internazionale sono state parimenti evocate come possibile causa di deflazione. La globalizzazione ha permesso alle economie emergenti con bassi costi unitari del lavoro di comprimere i prezzi e quindi di "esportare deflazione". I prezzi dei prodotti manufatti sui mercati internazionali sono in effetti scesi sensibilmente dalla metà degli anni novanta in termini di DSP. L'attenzione si è focalizzata sulla Cina (Capitolo III), dato che nell'ultimo decennio la sua quota sul commercio mondiale si è più che raddoppiata; ad oggi, tuttavia, essa sfiora appena il 5%. Inoltre, in un generale contesto di bassa inflazione, un calo nei prezzi dei beni "tradabile" non va necessariamente interpretato come un temibile fattore di deflazione. Esso rappresenta anzi il canale migliore attraverso cui i benefici di un'evoluzione divergente della produttività possono distribuirsi nel corso del tempo fra i vari partner commerciali internazionali, nonché fra i diversi settori all'interno delle singole economie. Con ciò non si vuol negare che i settori interessati possano incontrare grandi difficoltà nel far fronte a un'improvvisa necessità di aggiustamento.

... globalizzazione ...

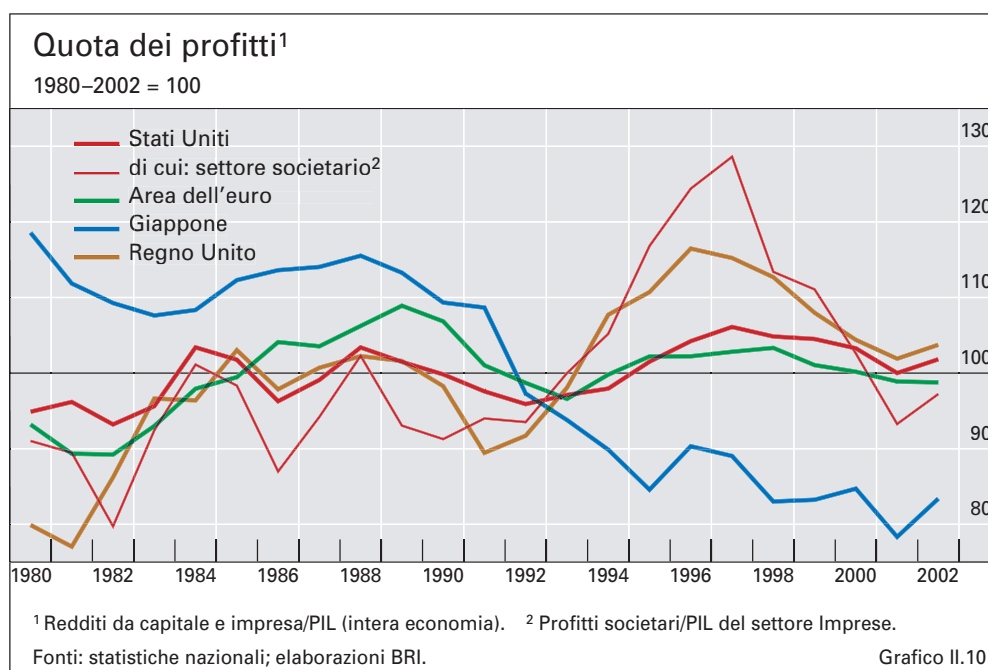
... e, nell'area dell'euro, differenziali di inflazione

Un'ultima causa di variazione dei prezzi relativi con potenziali implicazioni deflazionistiche concerne l'area dell'euro. Sebbene i differenziali di inflazione fra i paesi membri si siano ridotti di molto rispetto ai decenni passati, essi rimangono ampi in termini relativi (grafico Il.9). Alcuni sostengono che in tali circostanze un obiettivo di bassa inflazione per l'insieme dell'area potrebbe sospingere i paesi con un minore ritmo di crescita in una situazione di recessione, e fors'anche di deflazione. Ciò è destinato a ripercuotersi sui loro tassi d'interesse reali se quelli nominali sono determinati per l'intera area. Benché un tale rischio vada attentamente considerato data la scarsa mobilità del lavoro nell'ambito dell'area, esso non deve però essere sopravvalutato. Come già rilevato, le differenze nel livello e nelle variazioni dei prezzi sono un fenomeno relativamente comune all'interno dei paesi, poiché gli aggiustamenti avvengono con lentezza. Migliora inoltre la competitività dei paesi i cui costi sono inferiori a quelli dei loro partner.

Margini di profitto e potere di fissazione dei prezzi delle imprese

I profitti societari sono migliorati nel 2002 ...

Negli ultimi anni i profitti hanno avuto andamenti sorprendentemente diversi nei maggiori paesi industriali. In Giappone, nonostante la forte decelerazione dei costi unitari del lavoro, la quota dei profitti – espressa dall'incidenza dei redditi da capitale e da impresa sul PIL – è costantemente diminuita nel corso degli anni novanta e ha registrato solo un recupero modesto nel 2002 (grafico Il.10). Nell'area dell'euro, tale rapporto ha mostrato una migliore tenuta durante il passato decennio, ma è leggermente peggiorato in epoca recente. Gli sviluppi ciclici hanno gravato sulla produttività, mentre i salari sono stati relativamente viscosi. L'andamento appare più variabile negli Stati Uniti, dove la quota del settore societario sul reddito nazionale è fortemente aumentata nei primi anni novanta, toccando una punta relativamente alta nel 1997. Essa è quindi calata rapidamente, deludendo le aspettative prevalenti



Costi unitari del lavoro, produttività e profitti							
variazioni medie annue ¹							
		Retribuzione del lavoro ²	Produttività del lavoro ²	Costi unitari del lavoro	Margine di profitto ³	Quota del lavoro ⁴	Retribuzione reale del lavoro ^{2, 5}
Stati Uniti	1981–1990	5,4	1,3	4,0	0,2	-0,1	0,9
	1991–2000	3,7	1,5	2,2	-0,1	0,1	1,4
	2001–2003	3,0	1,7	1,3	0,4	-0,2	1,2
Area dell'euro	1981–1990	7,3	1,7	5,5	0,7	-0,4	1,1
	1991–2000	3,7	1,4	2,3	0,3	-0,2	0,8
	2001–2003	3,1	0,7	2,4	-0,2	0,2	1,0
Giappone	1981–1990	4,4	2,8	1,5	0,4	-0,2	2,3
	1991–2000	1,6	1,1	0,5	-0,4	0,2	1,2
	2001–2003	-1,1	0,8	-1,8	0,0	-0,3	0,5

¹ In percentuale; per la quota del lavoro, in punti percentuali; per il 2003, previsioni. ² Per addetto. ³ Rapporto fra deflatore del PIL e costi unitari del lavoro. ⁴ Rapporto fra retribuzioni e PIL. ⁵ Corretto per il deflatore dei consumi privati.

Fonte: OCSE. Tabella II.2

degli operatori. Nel 2002 i decisi tagli dei costi hanno apportato un certo miglioramento, e attualmente la quota dei profitti societari si situa a un livello di poco inferiore alla media degli ultimi due decenni. All'interno dell'aggregato, le quote relative nei comparti dei servizi e del commercio al dettaglio sono rimaste relativamente stabili negli anni recenti. Per contro, quelle dell'industria manifatturiera si sono in genere ridotte nettamente sotto l'influsso della concorrenza internazionale.

Questi andamenti indicano anche che, a livello mondiale, le imprese hanno visto diminuire il proprio potere di fissazione dei prezzi. Ciò è stato particolarmente evidente in Giappone, dove le società hanno ridotto i salari nominali ma sono state costrette ad abbassare i prezzi in misura ancor maggiore a partire dai primi anni novanta (tabella II.2). Negli Stati Uniti, benché i forti guadagni di produttività abbiano contribuito a limitare la crescita dei costi unitari del lavoro durante il passato decennio, l'effetto complessivo sui profitti è stato modesto. Gli aggiustamenti di prezzo hanno trovato un limite nella sempre più intensa concorrenza sui mercati dei prodotti – specie nei settori di recente liberalizzazione come quello delle telecomunicazioni – e, fino a poco tempo fa, nella forza del dollaro. I margini di profitto hanno comunque mostrato una buona tenuta negli anni più recenti, grazie alla netta decelerazione dei costi unitari del lavoro, che sono persino calati nel 2002.

... nonostante il limitato potere di fissazione dei prezzi nel settore manifatturiero

Il dibattito in ambito fiscale

Negli ultimi anni i disavanzi pubblici si sono ampliati. Ciò ha fatto seguito a un decennio di consolidamento fiscale in tutti i maggiori paesi, eccetto il Giappone. Nel 2002 i deficit di bilancio sono ammontati in media al 3% del PIL nell'area dell'OCSE, rispetto alla posizione di equilibrio nel 2000. Sempre nel 2002 l'indebitamento lordo in rapporto al PIL ha raggiunto il 75%, contro il 60% circa di quindici anni prima. Il recente deterioramento è in parte

Il deterioramento delle posizioni di bilancio ...

... è in parte dovuto a misure discrezionali

imputabile alla lenta crescita mondiale e all'impatto del calo nei prezzi delle attività finanziarie. Un altro importante fattore è costituito dai provvedimenti discrezionali, specie dagli sgravi di imposta negli Stati Uniti e in alcune economie europee. Gli sviluppi geopolitici hanno inoltre incrementato le spese per la difesa e la sicurezza, annullando in parte il "dividendo della pace" degli anni novanta. In sostanza, l'impiego dello strumento fiscale è stato visto come un mezzo rapido e prevedibile per contrastare il rallentamento economico.

Si dovrebbe consentire agli stabilizzatori automatici di operare

Le opinioni sull'efficacia della politica fiscale a fini anticiclici sono molto diverse. La maggior parte degli osservatori concorda sul fatto che i bilanci pubblici presentano una naturale tendenza a temperare le oscillazioni cicliche e che i cosiddetti stabilizzatori automatici dovrebbero essere lasciati liberi di operare, soprattutto nei paesi in cui il debito pubblico non è eccessivo. Un indebitamento pubblico superiore alla media nei periodi di recessione verrebbe poi compensato da un minore ricorso al credito, se non anche dal rimborso di passività, nei periodi di crescita più rapida. La spesa pubblica pare essersi effettivamente mossa in funzione anticiclica nei principali paesi dell'OCSE (tabella II.3). Dal lato delle entrate, invece, l'effetto degli stabilizzatori automatici è stato meno evidente: ad esempio, il gettito tributario ha spesso mostrato andamenti prociclici, come la tendenza in Europa a diminuire anziché aumentare durante i periodi di ripresa economica a causa dell'introduzione di sgravi fiscali.

La manovra fiscale discrezionale presenta taluni limiti ...

L'impiego dei provvedimenti discrezionali di stimolo resta più controverso. Specie se non sono accompagnate da un credibile programma di riequilibrio a medio termine, queste misure rischiano di innescare un aumento dei tassi d'interesse a lunga scadenza, indebolendo così gli investimenti privati. Un secondo ostacolo all'efficacia della manovra fiscale è dato dalla presenza di vari fattori di ritardo, rappresentati dai tempi richiesti per valutare gli sviluppi in corso, decidere le modalità di intervento, porre in atto le misure stabilite e, quindi, ottenere gli effetti desiderati. Ne consegue che provvedimenti mirati originariamente a stabilizzare una certa dinamica del prodotto potrebbero

Indicatori fiscali e ciclo economico ¹				
	Spesa pubblica	Entrate pubbliche	Saldo di bilancio	Orientamento fiscale ²
Stati Uniti	-0,31**	0,12**	0,46**	0,26**
Giappone	-0,06	0,11*	0,16*	0,06
Germania	-0,13	-0,01	0,14	-0,18**
Francia	-0,17	-0,11	0,17	-0,05
Regno Unito	-0,41**	-0,13*	0,20*	-0,09
Italia	-0,35*	-0,08	0,11	-0,08

Nota: la tabella mostra l'elasticità (β_2) stimata dall'equazione $X = \alpha + \beta_1 X_{-1} + \beta_2 GAP$, dove X rappresenta la spesa pubblica, le entrate pubbliche, il saldo di bilancio o l'orientamento fiscale, tutti in percentuale del PIL, e GAP l'output gap, in percentuale del PIL potenziale; * e ** indicano livelli di significatività rispettivamente del 90 e 99%. La spesa pubblica si muove in direzione anticiclica quando l'elasticità è negativa (ma positiva per gli altri tre indicatori).

¹ 1972-2002. ² Saldo primario delle amministrazioni pubbliche, depurato degli effetti del ciclo.

Fonti: OCSE; elaborazioni BRI.

Tabella II.3

esplicare appieno i loro effetti solo dopo che l'economia abbia iniziato a invertire la rotta. I dati storici per l'area dell'OCSE sembrano mostrare che in genere la manovra discrezionale di bilancio – misurata dal saldo primario strutturale – non si è mossa in direzione anticiclica negli ultimi decenni. Ciò potrebbe sottolineare la scarsa capacità intrinseca di una politica fiscale attiva di attenuare le fluttuazioni del prodotto. Un'alternativa potrebbe essere quella di ricorrere a misure di bilancio in funzione anticiclica solo di rado.

Malgrado queste importanti limitazioni, in determinate circostanze può esservi comunque un certo margine per la manovra di bilancio. In primo luogo, l'impatto sui tassi d'interesse di una temporanea espansione fiscale dovrebbe essere relativamente modesto, purché vi sia l'aspettativa che essa rientri non appena le condizioni lo consentano. In questo caso, i timori riguardo alle future pressioni inflazionistiche e al fabbisogno finanziario pubblico rimarrebbero contenuti. In secondo luogo, la politica fiscale potrebbe essere utile per affrontare gravi problemi di bilancio nel settore privato. Ne è un esempio la ricapitalizzazione con fondi pubblici di un sistema bancario fragile. Un caso meno estremo è costituito dalle riduzioni di imposta decise dall'attuale Amministrazione USA, che nel 2002 hanno consentito alle famiglie di aumentare la propria quota di risparmio. Anche le agevolazioni fiscali in favore delle imprese hanno aiutato questo settore a ridurre l'ampio disavanzo finanziario (ossia, la differenza fra spesa in conto capitale e cash flow). In terzo luogo, talune circostanze estreme possono rendere necessaria un'azione di politica fiscale che non sarebbe consigliabile in tempi normali. L'impiego dello strumento fiscale potrebbe senz'altro dimostrarsi utile per ristabilire la fiducia in seguito a eventi critici straordinari (come atti di terrorismo, rischi geopolitici, ecc.) o gestire le aspettative al fine di evitare scenari catastrofici. Da questo punto di vista, alcuni osservatori ritengono che la recente tendenza ad ampliare i disavanzi abbia contribuito a impedire quella caduta della domanda che sarebbe stata altrimenti innescata dalla correzione degli squilibri accumulati durante l'espansione degli ultimi anni novanta. In tale ottica, un'inversione troppo rapida dello stimolo fiscale ritarderebbe inoltre la ripresa degli investimenti.

È comunque essenziale che la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche sia preservata nel più lungo periodo. A questo riguardo rileva la qualità della spesa. Spesso i disavanzi di bilancio originati da alti livelli di investimento in infrastrutture o capitale umano consentono ai paesi di affrontare meglio il futuro, rispetto ai deficit che incoraggiano il consumo. Anche gli sgravi fiscali volti a ridurre le distorsioni rafforzano il potenziale di crescita dell'economia. Nel giudicare l'attuale corso della politica fiscale non si dovrebbe poi dimenticare che le proiezioni di bilancio peccano spesso di un certo "ottimismo ufficiale", sicché i saldi di partenza potrebbero senz'altro essere meno solidi di quanto si stimi al momento. Inoltre, gli impegni assunti dai governi precedenti, nonché le conseguenze dell'invecchiamento della popolazione, comportano ingenti passività future che, in alcuni paesi, potrebbero risultare persino superiori agli attuali livelli del debito pubblico.

Per tutti questi motivi, la politica fiscale necessita di un credibile quadro di riferimento a medio termine. Nel corso degli anni novanta diversi paesi

... ma potrebbe essere utile in determinate circostanze

La fiducia nella sostenibilità dei conti pubblici ...

... richiede un quadro di riferimento a medio termine

hanno introdotto regole intese a rafforzare la disciplina di bilancio. Molti di loro hanno fissato massimali alla spesa pubblica, al disavanzo di bilancio, al debito. Negli Stati Uniti sono stati imposti limiti nominali alla spesa discrezionale. L'adozione di chiari criteri di politica fiscale nel Trattato di Maastricht ha favorito la riduzione dei deficit pubblici in tutta l'Unione europea. In Giappone, dove non è stato fissato alcun vincolo ufficiale, la definizione di linee guida a medio termine può aver contribuito a mantenere i rendimenti obbligazionari su livelli bassissimi, nonostante la rapida espansione del debito pubblico.

La disciplina fiscale è stata allentata ...

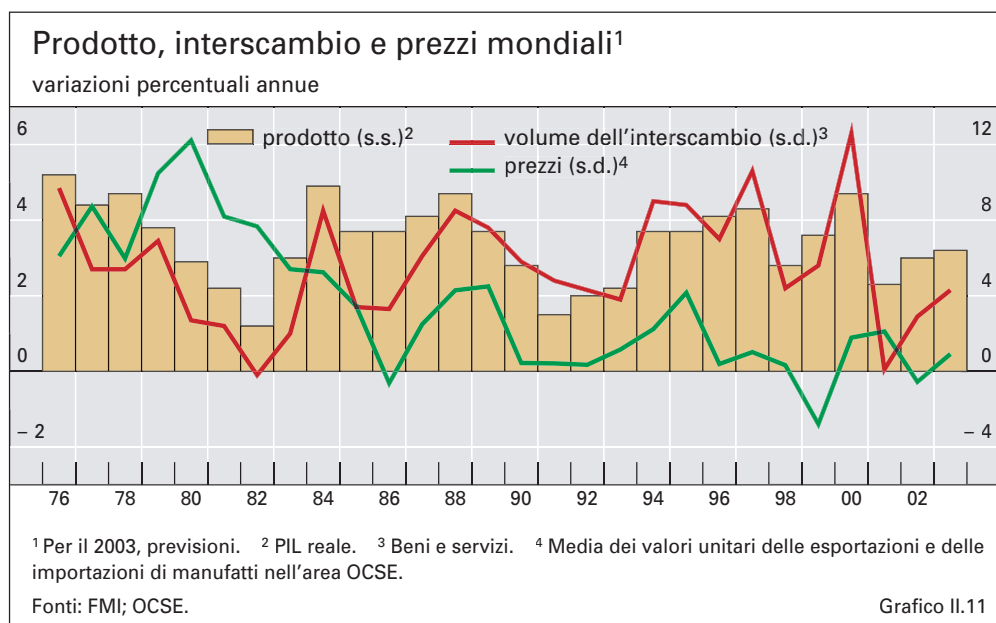
In molti casi queste regole contemplavano impegni a breve piuttosto che a medio termine. Inoltre, esse erano spesso definite in termini assoluti, prescindendo dal ciclo economico o dalla possibilità di shock esogeni. Tali carenze hanno incoraggiato ad allentare i vincoli in circostanze avverse, o persino ad abbandonarli del tutto. Di recente, tendenze di questo tipo si sono manifestate soprattutto in Giappone e negli Stati Uniti, dove i limiti alla spesa sono stati attenuati negli ultimi anni. Nell'area dell'euro, l'intero assetto del Patto di stabilità e crescita è maggiormente orientato al medio periodo. Tuttavia, focalizzando la propria attenzione sui disavanzi di bilancio correnti, che stavano migliorando grazie al contesto favorevole, vari paesi hanno omesso di adottare le misure ancor più severe necessarie per migliorare la posizione debitoria sottostante. Gli sforzi di consolidamento fiscale attuati in alcuni paesi sono spesso andati a ripercuotersi sugli investimenti, anziché sui trasferimenti.

... ma resta auspicabile

La presenza di regole che vincolino la politica fiscale a seguire una credibile direttrice a medio termine comporterebbe diversi vantaggi. In primo luogo, la tendenza ascendente dei tassi d'interesse potrebbe essere frenata ove sia chiaro che le misure di breve periodo saranno in seguito revocate. In secondo luogo, la disciplina di bilancio può del pari contrastare le pressioni sui governi a "rendere disponibili" le eccedenze di bilancio durante i periodi di forte crescita. In terzo luogo, un quadro di orientamento a medio termine contribuisce a creare spazio di manovra, un aspetto che assume particolare rilevanza nelle aree valutarie in presenza di shock asimmetrici. Infine, le regole accrescono la trasparenza e riducono l'incertezza, promuovendo in tal modo un miglior coordinamento fra i responsabili delle politiche e fra i mercati privati.

Andamento del commercio e dei conti correnti

L'andamento degli investimenti high-tech e delle scorte, entrambi ad alta intensità di interscambio, sembrano aver dominato la dinamica del commercio mondiale negli ultimi tre anni. La fine della fase di decumulo delle scorte negli Stati Uniti agli inizi dello scorso anno aveva accresciuto gli scambi, ma il recupero si è rivelato effimero, poiché le imprese sono state riluttanti ad aumentare le giacenze e hanno continuato a ridimensionare gli investimenti. La lentezza della ripresa mondiale si è anche rispecchiata nei prezzi dei manufatti a mercato internazionale, che lo scorso anno sono rimasti sostanzialmente invariati (grafico II.11).



Nel 2002 gli squilibri dei conti correnti nei paesi industriali si sono ampliati sensibilmente. Il disavanzo degli Stati Uniti è salito a quasi il 5% del PIL mentre, in parte come riflesso del deludente ritmo di crescita, l'Europa e ancor più il Giappone hanno fatto registrare notevoli eccedenze. Al peggioramento negli Stati Uniti ha contribuito soprattutto la bilancia commerciale ma, per la prima volta dalla Grande guerra, anche il conto annuale dei redditi da investimenti ha presentato un saldo negativo.

Crescenti squilibri di parte corrente

Oltre la metà dell'incremento del deficit corrente degli USA nel 2002 trova la sua contropartita *esterna* nelle economie emergenti dell'Asia e dell'America latina. I paesi asiatici hanno ampliato la loro quota sul commercio mondiale e l'avanzo corrente. In America latina il minore deficit è principalmente dovuto a una riduzione delle importazioni (Capitolo III). Vi sono stati inoltre sensibili cambiamenti in termini di dimensione e composizione dei flussi di capitali fra le tre maggiori aree economiche. Con l'esaurirsi del boom degli investimenti, i prezzi azionari sono calati e le imprese statunitensi hanno ridotto il proprio

Forte calo degli IDE verso gli Stati Uniti

Bilancia dei pagamenti nelle tre principali aree economiche									
in miliardi di dollari USA									
	Stati Uniti			Area dell'euro			Giappone		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Conto corrente	-410	-393	-503	-70	-17	60	119	89	112
Capitali netti a lungo termine	422	335	285	-113	-22	53	-35	-73	-142
Investimenti diretti	129	3	-93	-5	-92	-43	-23	-32	-23
Azioni	90	15	35	-228	110	46	-21	28	-54
Obbligazioni	203	317	343	120	-40	50	9	-69	-65
Bilancia di base ¹	12	-58	-218	-183	-39	113	84	16	-30

¹ Conto corrente più capitali netti a lungo termine.
Fonti: BCE; statistiche nazionali. Tabella II.4

disavanzo finanziario, contribuendo così alla forte contrazione degli investimenti diretti verso gli Stati Uniti (tabella II.4), accentuata in termini di dollari dal deprezzamento della moneta americana. Inoltre, i maggiori afflussi nel comparto obbligazionario hanno rispecchiato in misura crescente l'acquisto di obbligazioni del Tesoro e delle agenzie federali USA, piuttosto che di titoli societari. Infine, lo scorso anno l'area dell'euro è divenuta prenditrice netta di capitali, giacché al calo dei deflussi netti di IDE si è aggiunta l'inversione dei precedenti deflussi obbligazionari netti (Capitolo V).

Recenti tendenze del risparmio mondiale

Dalla metà degli anni novanta le variazioni nei flussi netti di risparmio da e verso i paesi o gruppi di paesi trovano riscontro nel continuo ampliamento degli squilibri del conto corrente (tabella II.5). La quota di risparmio mondiale necessaria per finanziare il disavanzo estero degli USA si è più che triplicata dal 1997. Per contro, le economie emergenti sono divenute esportatrici nette di risparmio. Particolarmente notevole è stata l'evoluzione in Asia: dopo la crisi del 1997-98 la bilancia corrente della regione si è rafforzata di oltre il 5% del PIL in soli due anni. Assieme all'Europa, l'area asiatica (Giappone compreso) ha coperto nel 2002 i due terzi del fabbisogno finanziario esterno degli Stati Uniti. Va però notato che, a causa della discrepanza del conto corrente mondiale, non sono rilevabili tutte le fonti di risparmio. La discrepanza era pressoché scomparsa nel 1997, ma è poi tornata al livello di quasi 1/2% del PIL mondiale registrato dieci anni fa.

A determinare le variazioni nell'offerta e nella domanda di risparmio, nonché le connesse dinamiche degli squilibri di parte corrente, hanno agito svariati fattori. Negli anni recenti i saggi di risparmio hanno avuto la tendenza a calare, anche per effetto del generale rallentamento economico dal 2000.

I cambiamenti più spettacolari sono osservabili in Giappone. Negli ultimi dieci anni la quota del risparmio nazionale è diminuita di oltre 7 punti percentuali, al 26 1/2%, e ciò ha contribuito in misura determinante al calo del saggio di risparmio mondiale. Inoltre, poiché la propensione al risparmio del paese è rimasta superiore alla media mondiale, lo spostamento in suo sfavore nella distribuzione del reddito globale ha ulteriormente accentuato tale dinamica. Un importante contributo negativo alla formazione di risparmio mondiale è inoltre provenuto dagli Stati Uniti, dove la minore propensione a risparmiare

Importanti
cambiamenti nei
flussi netti di
risparmio

Sensibile calo del
tasso di risparmio a
livello mondiale ...

... specie in
Giappone ...

Saldo del conto corrente, risparmio e PIL									
in percentuale									
	Saldo del conto corrente ^{1,2}			Risparmio ^{1,3}			PIL ⁴		
	1992	1997	2002	1992	1997	2002	1992	1997	2002
Stati Uniti	-0,8	-1,5	-4,8	16,5	18,4	13,8	26,5	28,2	32,5
Area dell'euro	-1,2	1,6	1,1	20,5	21,9	21,2	26,5	22,1	20,7
Giappone	2,9	2,2	2,8	33,7	30,8	26,5	15,9	14,6	12,4

¹ In percentuale del PIL nazionale o regionale. ² Per l'area dell'euro, somma dei singoli paesi. ³ Somma degli investimenti e del saldo del conto corrente. ⁴ PIL nazionale o regionale, in termini di dollari USA, in percentuale del PIL mondiale.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; statistiche nazionali.

Tabella II.5

(specie negli ultimi due anni) ha coinciso con un aumento della quota del paese sul reddito aggregato delle economie industriali avanzate. Mentre gli sviluppi in Europa sono stati sostanzialmente neutri, il cambiamento nella distribuzione del PIL mondiale in favore dei paesi asiatici emergenti con elevata propensione al risparmio ha in parte compensato il contributo negativo di Giappone e Stati Uniti. L'America latina ha fatto registrare variazioni relativamente modeste e rimane un'area a basso tasso di risparmio.

In conseguenza di tali andamenti, durante lo scorso decennio è aumentata la dipendenza degli Stati Uniti dal risparmio mondiale. I paesi emergenti dell'Asia sono divenuti in misura crescente esportatori di capitali, e forniscono ora un contributo al risparmio globale superiore a quello del Giappone.

... ma crescente contributo dei paesi asiatici emergenti

Prospettive a breve termine

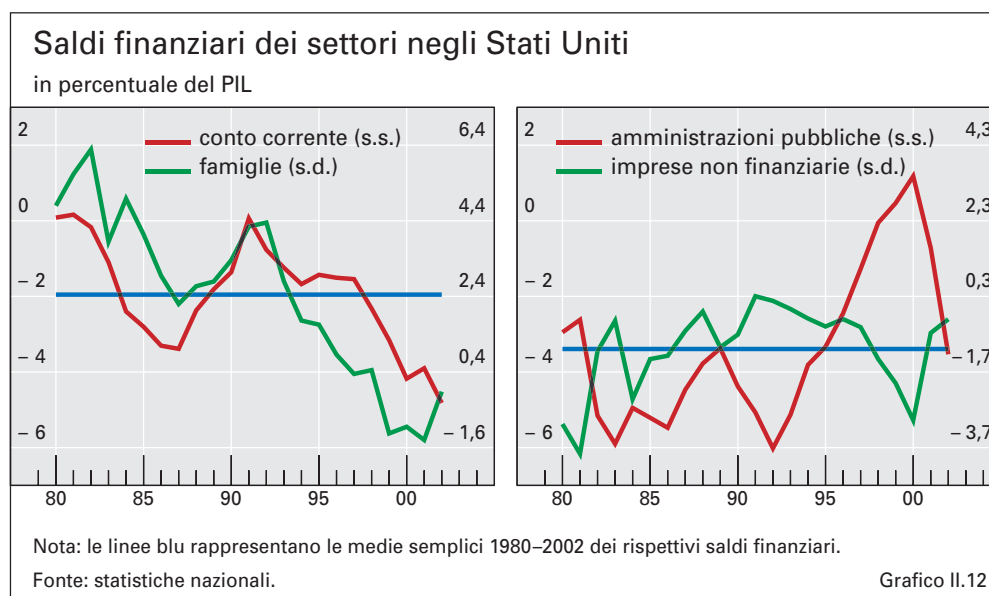
Basandosi sull'assunto che nel prossimo futuro gli Stati Uniti continuino a crescere più rapidamente di altri paesi industriali, la maggior parte degli analisti prevede oggi un ulteriore ampliamento del disavanzo corrente americano e un contestuale aumento del debito estero netto. Ciò solleva interrogativi sulla sostenibilità di una tale tendenza, nonché sugli aggiustamenti esterni e sulle variazioni di cambio che ne potrebbero derivare (Capitolo V). Tali sviluppi sarebbero per definizione accompagnati da variazioni nelle contropartite interne del disavanzo corrente.

L'ampliarsi del deficit corrente USA dalla metà degli anni novanta ...

Come già notato, nel corso degli ultimi due anni sia le famiglie che le imprese non finanziarie USA sono riuscite a migliorare il proprio saldo finanziario. Quello delle amministrazioni pubbliche, per contro, si è deteriorato sensibilmente, e nel 2002 il disavanzo di bilancio corrispondeva a quasi i tre quarti del disavanzo esterno. In effetti, ricordando quanto avvenuto durante parte degli anni ottanta, allorché aumentavano in parallelo il saldo negativo del bilancio pubblico e quello dei conti con l'estero, alcuni osservatori hanno espresso timori per l'emergere di un problema di "deficit gemelli" negli Stati Uniti. Esso implica che, per ridurre il disavanzo esterno, occorrerebbe un miglioramento della posizione fiscale.

La dinamica del saggio di risparmio delle famiglie è ugualmente di importanza cruciale, in quanto influenza sia il conto corrente sia il saldo delle amministrazioni pubbliche. Ciò è stato evidente nella seconda metà degli anni ottanta, quando un sensibile aumento del risparmio delle famiglie aveva portato a una riduzione del deficit corrente americano, mentre il disavanzo strutturale del bilancio pubblico era rimasto pressoché invariato a livelli relativamente elevati. L'impressione che il risparmio (o il consumo) delle famiglie sia un fattore importante alla base dell'evoluzione del conto corrente degli Stati Uniti è ancora più marcata per gli anni novanta (grafico II.12). Fra il 1991 e il 2000 il saldo finanziario delle famiglie USA è arretrato di quasi 5 punti percentuali in rapporto al PIL. In risposta, il conto corrente è passato da una lieve eccedenza a un disavanzo pari al 4% del prodotto, mentre l'ampio deficit (-5%) del bilancio pubblico si è trasformato in un modesto avanzo (1%). Da allora la posizione finanziaria delle famiglie è leggermente migliorata, ma rimane sensibilmente al disotto della media di lungo periodo, mentre il deficit di parte corrente si è ancora ampliato.

... è dovuto in particolare al calo del risparmio delle famiglie



Un minore disavanzo del bilancio statunitense sarebbe utile per ridurre lo squilibrio del conto corrente, ma una decisa evoluzione in questa direzione appare improbabile alla luce degli sgravi di imposta recentemente attuati e di quelli proposti, nonché dei maggiori stanziamenti per la difesa e la sicurezza interna. Inoltre, la posizione delle imprese non finanziarie non si discosta molto dalla media degli ultimi vent'anni. A prima vista ciò sembrerebbe limitare il margine per un importante aggiustamento da parte di questo settore. Ad ogni modo, una contrazione degli investimenti delle imprese quale mezzo per correggere lo squilibrio corrente appare controproducente ai fini della futura crescita economica. Ne discende che, nel più lungo periodo, una riduzione duratura del deficit dei pagamenti correnti USA dovrà verosimilmente associarsi a un aumento della propensione al risparmio delle famiglie.

Negli ultimi cinque anni i crescenti disavanzi di parte corrente USA sono stati quasi esattamente "bilanciati" dall'ampliarsi della discrepanza del conto corrente mondiale e dall'accumulo di eccedenze correnti nelle economie emergenti, specie in Asia. Per converso, durante gli ultimi cinque anni le bilance correnti del Giappone e dell'area dell'euro non hanno mostrato variazioni di rilievo. La posizione esterna dell'area dell'euro è rimasta pressoché in equilibrio, pur facendo registrare un'eccedenza leggermente superiore nel 2002, in quanto il risparmio netto del settore privato ha più che compensato quello negativo del settore pubblico. Anche in Giappone l'avanzo corrente – decisamente più ampio che nell'area dell'euro – risulta alquanto stabile dalla metà degli anni novanta. Alla base di questa stabilità vi è un importante aggiustamento nel settore delle imprese – e in particolare minori investimenti – bilanciato da un forte calo del risparmio delle famiglie. Anche il disavanzo delle amministrazioni pubbliche si è ampliato considerevolmente nel corso degli anni novanta, per poi stabilizzarsi, in epoca recente, su livelli molto elevati.

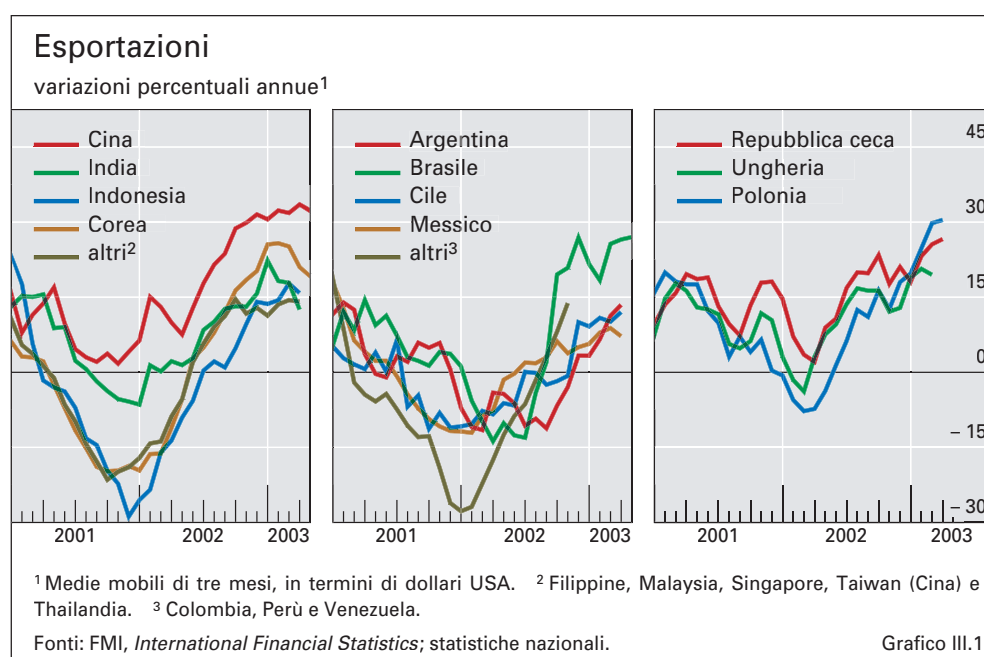
Saldo corrente stabile nell'area dell'euro e in Giappone

III. Gli andamenti nelle economie di mercato emergenti

Aspetti salienti

La ripresa moderata, ancorché discontinua, delle economie sviluppate nel 2002 si è accompagnata a tassi di crescita alquanto disomogenei nei paesi emergenti; ciò ha rispecchiato sia l'ineguale dinamica della domanda sia i vincoli nel finanziamento esterno. In Asia e nell'Europa centrale e orientale (ECO) la crescita relativamente robusta è stata sostenuta da un diffuso recupero delle esportazioni (grafico III.1, tabella III.1), intervenuto nonostante il modesto ritmo dell'attività economica nell'area industrializzata. L'aumento dell'export asiatico, seppure sospinto in tutto il continente dalla domanda in Cina, è rallentato agli inizi del 2003. Nell'ECO la crescita delle esportazioni è stata favorita dall'ampliamento del novero dei paesi importatori. Per contro, vincoli finanziari hanno concorso in America latina a determinare tassi di espansione decrescenti o negativi, il contenimento delle importazioni e un calo dei disavanzi dei conti correnti (tabella III.1). Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, sulla spinta degli ingenti deprezzamenti dei tassi di cambio reali, le vendite all'estero hanno dato slancio alla crescita nella regione. Le condizioni del finanziamento esterno si sono parimenti assestate nell'ultimo trimestre 2002, continuando a migliorare nei primi tre mesi del corrente anno.

Le previsioni prevalenti sono orientate verso una modesta ripresa dell'espansione in America latina, nel presupposto che le esportazioni



Crescita, inflazione e saldi dei conti correnti									
	PIL reale ¹			Prezzi al consumo ¹			Saldi del conto corrente ²		
	Media 1998-2001	2002	2003	Media 1998-2001	2002	2003	Media 1998-2001	2002	2003
Asia ³	5,4	6,2	5,8	2,8	1,1	2,1	3,7	2,9	1,9
Cina	7,5	8,0	7,2	-0,3	-0,7	0,4	2,1	2,1	1,1
Corea	3,9	6,3	4,2	3,6	2,8	3,5	5,3	1,3	0,2
Filippine	2,6	4,3	3,6	6,7	3,1	3,9	7,8	5,7	3,3
Hong Kong SAR	2,0	2,2	1,7	-1,7	-3,0	-2,2	4,1	9,7	10,5
India	5,5	4,4	5,8	5,2 ⁴	2,3 ⁴	3,6 ⁴	-0,8	0,7	0,3
Indonesia	-1,7	3,7	3,5	21,9	11,9	8,2	4,6	3,1	3,0
Malaysia	1,7	4,1	3,8	2,7	1,8	1,6	11,5	7,7	6,8
Singapore	3,2	2,2	2,1	0,7	-0,4	0,8	21,0	21,5	20,9
Taiwan, Cina	3,4	3,5	2,9	0,8	-0,1	0,1	3,4	9,1	6,6
Thailandia	-0,1	5,2	4,2	2,9	0,5	1,9	8,9	6,1	4,7
America latina ³	1,7	-0,6	1,5	7,7	9,4	10,3	-3,1	0,2	0,1
Argentina	-1,0	-10,9	4,6	-0,6	25,9	12,7	-3,6	8,8	7,1
Brasile	1,7	1,5	1,9	5,5	8,4	12,2	-4,4	-1,7	-0,8
Cile	2,8	2,1	3,4	4,0	2,4	3,2	-2,2	-0,8	-1,0
Colombia	0,2	1,5	2,2	12,3	7,2	6,4	-1,4	-1,8	-2,5
Messico	3,7	0,7	2,2	11,6	5,1	4,2	-3,1	-2,2	-2,5
Perù	1,1	5,2	4,0	4,1	0,2	2,4	-3,5	-2,0	-2,0
Venezuela	-0,0	-8,9	-13,7	21,7	22,4	44,7	3,9	9,6	8,6
ECO ⁵	2,9	3,3	3,7	12,3	6,1	5,4	-4,8	-4,1	-4,2
Polonia	3,5	1,3	2,8	8,6	1,9	1,2	-5,5	-3,6	-3,6
Repubblica ceca	1,4	2,0	2,5	5,3	1,8	0,9	-3,7	-5,3	-5,6
Ungheria	4,5	3,3	3,5	10,8	5,3	4,8	-3,5	-4,0	-4,7
Russia	3,5	4,3	4,8	36,6	16,3	13,3	10,2	9,5	7,4
Turchia	-0,6	7,8	3,8	64,3	45,0	28,1	-0,8	-1,0	-1,8
<i>Per memoria: paesi del G7</i>	2,5	1,6	1,7	1,8	1,3	1,8	-1,0	-1,5	-1,6

Nota: le cifre per il 2003 sono basate sulle previsioni prevalenti di maggio e sul *World Economic Outlook* dell'FMI.

¹ Variazioni percentuali annue. ² In percentuale del PIL. ³ Media ponderata dei paesi indicati, basata sul PIL e sulle PPA del 2000. ⁴ Prezzi all'ingrosso. ⁵ Media semplice per Bulgaria, Croazia, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Slovenia e Ungheria.

Fonti: © Consensus Economics; FMI; OCSE; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella III.1

continuino a crescere e che si protragga il recente allentamento delle condizioni finanziarie esterne. D'altra parte, le perduranti incertezze geopolitiche e il diffondersi della SARS hanno provocato un significativo indebolimento delle economie asiatiche. Per converso, la crescita dovrebbe aumentare nell'ECO e in Africa (tabelle III.1 e III.8).

Gli ampi disavanzi pubblici in diversi paesi dell'ECO rappresentano una sfida impegnativa, soprattutto in vista dell'ingresso nella UE. Anche talune economie latino-americane si trovano di fronte a difficili scelte di politica economica. In alcune realtà, oneri debitori elevati e in aumento imporranno un riequilibrio dei conti pubblici; in altre, il compito principale sarà quello di contenere le crescenti aspettative di inflazione, specie per quei paesi che hanno di recente mancato gli obiettivi che erano stati fissati. In entrambi i casi,

il margine di manovra per stimolare la domanda interna in circostanze avverse sarà molto limitato.

Dinamiche delle bilance dei pagamenti

Gli avanzi di parte corrente delle economie di mercato emergenti nel loro insieme sono cresciuti di \$30 miliardi nel 2002. L'Asia ha fatto registrare netti aumenti delle eccedenze, e in America latina si sono ridotti i disavanzi. Al tempo stesso, sono più che raddoppiati i flussi di capitale privato verso l'area emergente (tabella III.2). Mentre al continente asiatico e alle economie in transizione (incluse la Comunità degli Stati Indipendenti e la Mongolia) è affluito un maggior volume di fondi, questi hanno subito una brusca flessione nei paesi latino-americani, determinando un inasprimento dei vincoli di finanziamento esterno per diverse economie dell'area.

L'aumento degli avanzi correnti e dei flussi di capitale ha avuto come principale contropartita una consistente espansione delle riserve internazionali

In Asia aumentano le eccedenze e i flussi di capitale ...

... nonché le riserve valutarie

Bilance dei pagamenti nelle economie emergenti ¹				
in miliardi di dollari USA				
	Media 1995-96	Media 1997-2000	2001	2002
Saldi dei conti correnti	92	9	84	114
Asia	-34	77	78	102
America latina	-39	-65	-53	-17
Economie in transizione	-9	-8	12	10
Medio Oriente e Turchia	1	15	48	26
Africa	-11	-9	-0	-8
Flussi di capitale privato	218	69	39	86
Asia	111	-11	16	70
America latina	52	56	35	2
Economie in transizione	36	14	21	34
Medio Oriente e Turchia	9	1	-38	-25
Africa	11	10	6	6
Variazioni nelle riserve ²	-114	-79	-119	-209
Asia	-45	-53	-85	-167
America latina	-26	0	1	-1
Economie in transizione	-21	-9	-18	-31
Medio Oriente e Turchia	-17	-11	-5	-8
Africa	-5	-6	-12	-1
<i>Per memoria: flussi di capitale privato per tipologia</i>				
Investimenti diretti esteri	218	69	39	86
Investimenti di portafoglio	102	148	171	139
Altri ³	72	26	-39	-37
	44	-105	-93	-17

Nota: il finanziamento ufficiale non è incluso.
¹ Comprende paesi in via di sviluppo, Corea, Israele, Singapore e Taiwan (Cina), ma non Hong Kong SAR. ² Un valore negativo indica un incremento nelle riserve. ³ Include i flussi bancari.
 Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Tabella III.2

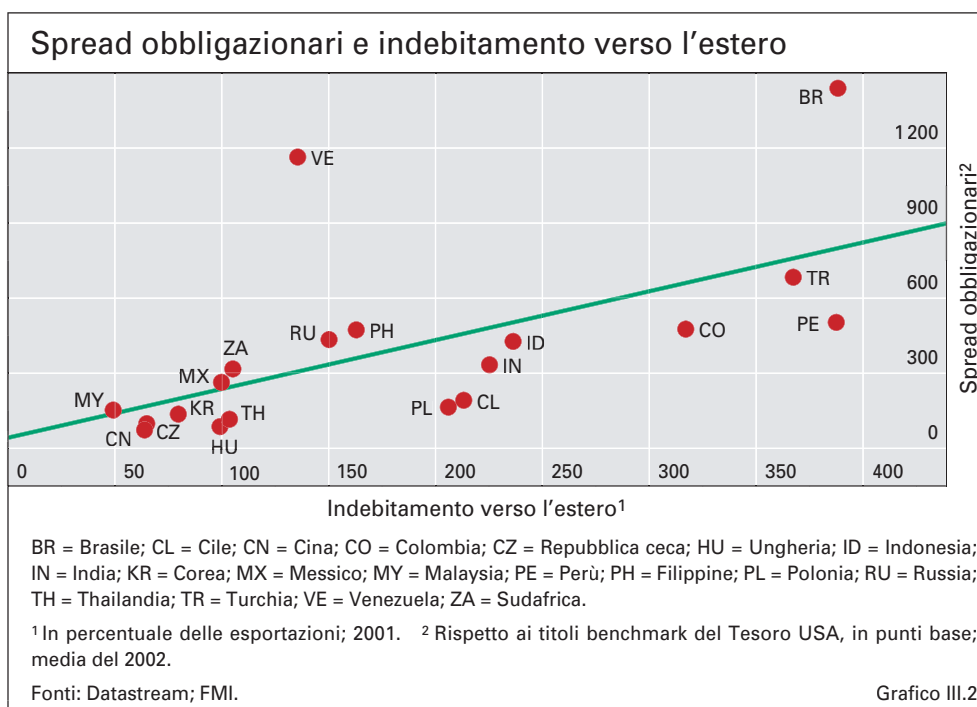
dei mercati emergenti, pari a \$90 miliardi. Nel 2002 le riserve valutarie sono pressoché raddoppiate in Asia, portandosi a \$167 miliardi (tabella III.2), mentre in America latina esse sono rimaste praticamente invariate. Tale evoluzione è grosso modo in linea con la tendenza osservata a partire dalla crisi asiatica del 1997. Per i paesi asiatici riportati nella tabella III.1 l'incidenza media delle riserve in valuta sul PIL è cresciuta dal 12% nel 1996 al 26% nel 2002. Sempre in termini di incidenza sul prodotto, le riserve dell'America latina restano ferme al 10%. L'accumulazione di riserve è la risultante di diversi fattori e indirizzi macroeconomici; poche banche centrali fissano obiettivi espliciti al riguardo. Nondimeno, l'ampio accumulo di riserve valutarie in Asia sembra riflettere il tentativo delle autorità monetarie asiatiche di limitare le oscillazioni del cambio e ridurre la vulnerabilità dell'economia.

Sui flussi di capitale influiscono le condizioni dei mercati sviluppati ...

La direzione dei flussi di capitale ha rispecchiato in parte le condizioni nei mercati finanziari sviluppati, dove l'abbondante liquidità – nella forma di bassi tassi d'interesse ufficiali – si è scontrata per gran parte del periodo con una minore propensione al rischio degli investitori (Capitolo VI). Dalla metà del 2002, ciò ha determinato un ampliamento dei differenziali sui titoli di Stato e ad alto rendimento, una tendenza che si è invertita intorno all'ultimo trimestre dell'anno, allorché è intervenuto un calo significativo dei costi del finanziamento per i prenditori sovrani.

... e le grandezze fondamentali interne

Sebbene i cambiamenti nel clima dei mercati finanziari internazionali abbiano rappresentato una determinante comune, sono state le grandezze economiche interne a delimitare l'ampiezza degli spread obbligazionari nei vari paesi. Particolare rilevanza hanno assunto nel 2002 i timori circa la sostenibilità del debito estero nel momento in cui i differenziali medi sulle obbligazioni internazionali mostravano una correlazione positiva con il rapporto fra indebitamento verso l'estero ed esportazioni (grafico III.2). Fanno



eccezione il Brasile e il Venezuela, dove il livello assai maggiore degli spread è riconducibile principalmente alle crescenti incertezze di carattere politico. In Brasile i differenziali hanno cominciato ad ampliarsi nettamente nel maggio 2002, circa un mese prima del rialzo registrato sul mercato dei titoli USA ad alto rendimento. Essi hanno tuttavia ripreso la tendenza calante nell'ultimo trimestre dell'anno, allorché il nuovo esecutivo si è adoperato per rassicurare gli investitori circa la propria intenzione di perseguire politiche prudenti. In Venezuela gli spread sono rimasti elevati a causa delle perduranti perplessità in merito all'azione di governo e delle gravi difficoltà nella produzione petrolifera.

La direzione dei flussi di investimenti diretti esteri (IDE) e di altra natura ha parimenti rispecchiato le grandezze macroeconomiche interne. Gli IDE affluiti verso l'Est asiatico (provenienti in parte dalle stesse economie dell'area) si sono per lo più concentrati in Cina, attratti dalle opportunità offerte dall'adesione all'OMC e dal rinnovato ruolo del paese sulla scena economica mondiale. Anche altri flussi verso l'Asia hanno registrato netti incrementi, indotti parzialmente da prelievi di capitali depositati presso banche internazionali. Tali fondi potrebbero aver trovato un impiego più proficuo all'interno della regione asiatica in rapido sviluppo. Le opportunità derivanti dall'ingresso nell'Unione europea hanno altresì accresciuto gli IDE verso le economie impegnate nei relativi negoziati. I più bassi tassi di espansione e le minori prospettive di guadagno hanno invece contribuito alla diminuzione degli IDE verso l'America latina.

Anche gli IDE ricalcano i fondamentali dell'economia

Asia

Nella maggior parte delle economie asiatiche la crescita nel 2002 ha superato le aspettative. Sono stati registrati aumenti sia in Cina che in Corea, un rilancio a Hong Kong SAR (di seguito, Hong Kong) e in Malaysia, inversioni di tendenza a Singapore e Taiwan, Cina (di seguito, Taiwan). L'espansione è stata

La crescita in Asia supera le aspettative ...

Asia: domanda interna (DI) ed esportazioni nette (EN)										
contributi percentuali alla crescita del PIL										
	Cina		Corea		Filippine		Hong Kong SAR		India	
	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN
1996-2000	7,5	0,8	-0,4	4,9	2,6	1,1	1,5	1,9	7,0	-1,2
2001	7,3	0,0	1,7	1,6	5,2	-2,0	0,8	-0,2	5,3	0,1
2002	7,3	0,7	4,5	2,0	5,5	-1,0	-1,3	3,6	4,5	-0,2
	Indonesia		Malaysia		Singapore		Taiwan, Cina		Thailandia	
	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN
1996-2000	-0,6	1,4	-0,3	4,9	4,9	1,4	5,1	0,7	-7,0	5,0
2001	4,9	-1,5	0,1	0,3	-6,3	3,9	-4,9	2,7	1,8	0,1
2002	1,9	1,8	6,3	-2,1	-1,9	4,1	1,2	2,3	3,8	1,4

Fonti: J.P. Morgan, *World Financial Markets*; statistiche nazionali.

Tabella III.3

robusta anche in Thailandia, Filippine e Indonesia. Per converso, in India essa ha subito un certo rallentamento a causa della siccità che ha compromesso la produzione agricola. La ripresa nella regione è stata trainata da una domanda interna sorretta da politiche economiche espansive (tabella III.3), nonché dal forte recupero delle esportazioni in alcuni periodi dell'anno.

... ma si acuiscono le incertezze

Nel primo trimestre di quest'anno le incertezze riguardo alle prospettive economiche dell'Asia sono aumentate in seguito ai segnali di debolezza della domanda estera. Esse si sono notevolmente acuite in aprile e maggio, con la diffusione della SARS in Cina, a Hong Kong e in alcune altre economie asiatiche. Infine, le tensioni con la Corea del Nord e l'insolvenza di un importante conglomerato, riverberatasi poi sul settore finanziario, hanno inciso sulle previsioni di crescita della Corea del Sud.

Cresce la spesa delle famiglie in Cina ...

Nonostante il clima di incertezza, la Cina è cresciuta molto rapidamente nel primo trimestre 2003, grazie agli ininterrotti investimenti pubblici in infrastrutture e al considerevole aumento della spesa per consumi e investimenti privati. Questi ultimi sono stati favoriti dall'incremento dei flussi internazionali seguito all'ingresso del paese nell'OMC nel 2001. Al tempo stesso, le accresciute rendite urbane hanno stimolato la spesa delle famiglie in beni di consumo durevoli e servizi di alto valore. Questa ha sospinto a sua volta la produzione industriale nel primo trimestre 2003; un contributo all'espansione è provenuto anche dal netto aumento delle esportazioni.

... mentre in India aumentano le esportazioni di prodotti high-tech

In India il calo della produzione agricola ha abbassato la crescita a poco meno del 4½% lo scorso anno, anche se il settore industriale ha registrato una ripresa e la domanda interna è rimasta sostenuta. Le esportazioni di beni e servizi hanno beneficiato del rapidissimo sviluppo dei prodotti software e della più intensa esternalizzazione di servizi informatici e aziendali a favore del paese. Unitamente alle maggiori rimesse di non residenti, le esportazioni di servizi hanno concorso per il secondo anno consecutivo all'avanzo del conto corrente. Il governo ha inoltre varato alcuni importanti provvedimenti di riforma, che hanno accresciuto la fiducia degli investitori nell'economia. Tali misure comprendono, fra l'altro, la privatizzazione di determinate società di importanza strategica e l'approvazione di leggi per facilitare il recupero dei prestiti bancari.

Espansione trainata dalla domanda interna

In altre economie della regione è stata in genere la domanda interna a imprimere slancio alla crescita nel 2002 (tabella III.3). In Corea la domanda è stata sorretta nel primo semestre dall'aumento del credito bancario al settore immobiliare e alle famiglie, ma la spesa di queste ultime è in seguito rallentata sulla scia dell'inasprimento delle condizioni finanziarie. Anche nelle Filippine, in Malaysia e Thailandia la domanda è stata trainata dall'incremento della spesa pubblica e privata. In Indonesia la fiducia dei consumatori ha ripreso vigore con il superamento di talune incertezze politiche e l'introduzione di diverse importanti riforme strutturali; i rincari dei prezzi petroliferi hanno inoltre alimentato il reddito reale del paese. In forte contrasto si pongono Singapore, dove il contributo della domanda interna alla crescita è rimasto negativo, e Hong Kong, in cui lo è divenuto nell'anno sotto rassegna. Per sostenere la ripresa, entrambe le economie hanno dovuto fare maggiore assegnamento sulla domanda estera.

Fattori esplicativi della disinflazione e della deflazione

Il tasso medio d'inflazione dell'Asia è calato lo scorso anno all'1,1%, ben al disotto della media del 1998–2001 (tabella III.1). La deflazione si è accentuata a Hong Kong, e i prezzi sono tornati a diminuire in Cina e a Singapore. L'inflazione nelle Filippine, in India e Thailandia è parimenti scesa ai livelli più bassi degli ultimi anni. In alcuni casi, le pressioni al ribasso sul costo della vita sembrano essere derivate da fattori temporanei, quali i prezzi dei prodotti alimentari. Più in generale, tuttavia, la disinflazione o la deflazione osservate in diverse economie asiatiche possono essere viste come una conseguenza della conclusione del boom economico degli anni novanta nella regione, cui aveva fatto seguito una persistente debolezza della domanda delle famiglie. Ciò potrebbe aver rispecchiato in parte gli influssi negativi delle tensioni finanziarie indotte dalla crisi del 1997 o l'eccesso di stock di capitale determinato dalla rapida crescita della capacità produttiva durante la fase di forte espansione.

La bassa inflazione rispecchia la fine del boom nell'Est asiatico ...

In alcune economie i prezzi degli immobili, dopo il massimo toccato nel biennio 1996–97, hanno subito un crollo che ha depresso la domanda, provocando un aumento della disoccupazione e la disinflazione. Questo effetto si è manifestato con evidenza soprattutto a Hong Kong, che ha dovuto misurarsi anche con pressioni deflazionistiche di altra natura. L'isola aveva già risentito della decelerazione dell'interscambio mondiale cinese nel 2001. Inoltre, i prezzi hanno mostrato una certa tendenza ad allinearsi a quelli, decisamente più bassi, prevalenti nella Cina continentale. Anche alcuni altri paesi asiatici, come Singapore e Thailandia, hanno accusato flessioni nei prezzi degli immobili o nei valori delle locazioni.

... concentratosi nei mercati immobiliari ...

L'eccesso di capacità produttiva ha parimenti rappresentato un problema per l'intera regione, specie nel settore high-tech. In molti paesi asiatici gli investimenti fissi lordi si erano contratti nettamente dopo il 1997, e la loro ripresa negli anni seguenti è stata in genere debole. A Singapore e Taiwan, attualmente interessati da una lieve deflazione, il periodo di forte crescita si era accompagnato a un'impennata delle esportazioni di prodotti ad alta tecnologia, protrattasi fino al 2000 circa. L'impatto disinflazionistico del crollo della domanda in questo settore nel 2001 è stato considerevole, e il successivo recupero discontinuo. La stentata ripresa negli Stati Uniti, la perdurante debolezza dell'economia nipponica e il permanere di capacità eccedenti nei settori delle tecnologie informatiche e delle telecomunicazioni hanno esercitato nell'insieme un effetto frenante. Queste economie hanno incontrato difficoltà nel compensare tali fattori espandendo le loro quote di mercato in altri comparti, anche a causa della crescente concorrenza esercitata dalla Cina (si veda oltre).

... e nel settore dell'alta tecnologia

Più difficile da spiegare è la deflazione in Cina. Massicci incrementi della spesa pubblica e alti tassi di crescita non sono riusciti a innescare rialzi nel livello generale dei prezzi, specie nel settore manifatturiero. Una spiegazione risiede nel fatto che la deflazione rispecchia sia un'offerta molto elastica di manodopera a basso costo sia un eccesso di capacità, dovuto forse anche al permanere nel ciclo produttivo di imprese pubbliche decotte. L'acquisizione di know-how tecnologico e manageriale, unitamente alle migliorate competenze

Desti sorpresa la deflazione in Cina

acquisite con i crescenti afflussi di IDE, ha innalzato notevolmente la produttività in Cina, e ciò tende altresì a comprimere i prezzi (nei Capitoli II e IV la deflazione viene trattata da ulteriori angolazioni).

Crescita della domanda interna in Asia

La politica economica può sostenere la domanda?

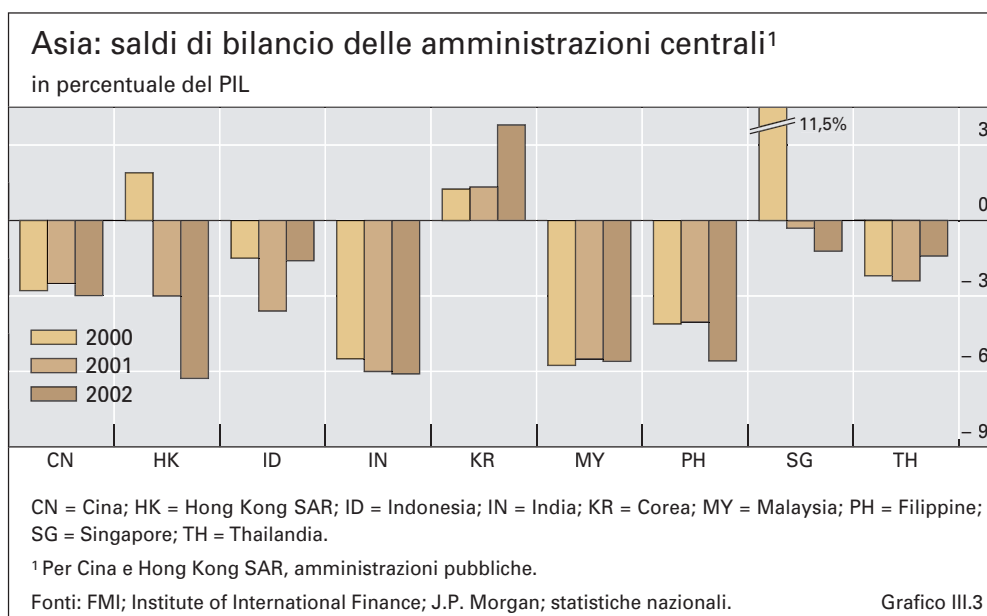
Le economie asiatiche sono in genere riuscite ad aumentare la domanda interna grazie non solo a misure fiscali e monetarie di stimolo ma, in alcuni casi, anche a una netta espansione della spesa delle famiglie, inclusa quella per abitazioni, finanziata dal credito bancario.

Le misure fiscali di stimolo hanno svolto un ruolo importante

La politica fiscale espansiva ha rappresentato un importante fattore per il superamento della crisi asiatica degli ultimi anni novanta. Ad eccezione della Corea, tutte le economie della regione registrano disavanzi pubblici dal 2000 (grafico III.3). Conseguentemente, dalla metà dello scorso decennio l'incidenza del debito pubblico in talune economie del continente è andata aumentando in misura significativa (tabella III.4): ne sono un esempio Filippine, India, Indonesia e, in misura minore, Thailandia, che registrano tutti rapporti debito/PIL relativamente alti. Per contro, in alcuni paesi tali rapporti risultano bassi (Corea) se non nulli (Hong Kong). La modesta incidenza del debito ha permesso quest'anno alla Corea di varare politiche espansive per bilanciare la lenta crescita dell'economia.

Le valutazioni dei mercati non rappresentano un ostacolo

L'attuabilità di politiche fiscali espansive è condizionata anche dalle valutazioni degli operatori. Nella maggior parte dei paesi asiatici i mercati paiono inclini ad accettare disavanzi anche ingenti, e ciò in virtù degli ottimi precedenti della regione in tema di servizio del debito pubblico, della forte crescita del prodotto e dell'export, degli alti saggi di risparmio delle famiglie, del livello relativamente elevato delle riserve valutarie e del basso rapporto tra indebitamento verso l'estero ed esportazioni. Il clima di mercato, tuttavia, è soggetto a improvvisi sbalzi di umore. Ad esempio, a Hong Kong il margine di manovra per ulteriori misure espansive è stato limitato dalla possibile reazione dei mercati a tali misure, nonostante le consistenti riserve fiscali.



In Cina è stato possibile varare misure di stimolo fiscale anche perché i controlli sui movimenti di capitale continuano a mantenere elevata la quota di risparmio interno reinvestita nel paese. Considerazioni di medio periodo impongono nondimeno una certa cautela nel ricorso alla politica fiscale. La spesa pubblica è meno efficiente di quella privata. Inoltre, i problemi di sostenibilità del debito – ancorché non manifesti al momento – potrebbero col tempo divenire più evidenti e ripercuotersi negativamente sulla fiducia delle banche che hanno investito massicciamente in titoli di Stato. In realtà, lo stesso governo ha già espresso riserve circa la sostenibilità del debito a lungo termine, su cui incidono passività implicite derivanti dal debito pensionistico o perdite nel settore finanziario non figuranti nelle statistiche ufficiali del debito pubblico.

Possibili misure di stimolo nel breve termine

La crescita della domanda interna in Asia è stata inoltre sorretta da politiche monetarie più permissive lo scorso anno, poiché i tassi ufficiali sono stati generalmente stabili o in calo. Anche nel segmento a più lungo termine i tassi d'interesse hanno mostrato una tendenza alla diminuzione, e in taluni casi sono scesi a livelli non più osservati da anni. Nel 2002 tassi contenuti o calanti si sono accompagnati a un'espansione del credito che è stata vigorosa in Cina, Corea e India (17–25%) e significativa in Thailandia (8,5%, contro una flessione del 7,5% nel 2001). La crescita si è talora associata a forti aumenti del credito alle famiglie. Il basso costo del denaro sembra aver avuto effetti più contenuti in alcune economie a minore ritmo di sviluppo, che presentavano tassi d'interesse già molto bassi o erano in palese deflazione. A Hong Kong, per esempio, l'espansione del credito è stata negativa pur in presenza di abbondante liquidità (si veda il Capitolo IV per la trattazione di una problematica analoga).

Calo dei tassi d'interesse, forte espansione del credito ...

Indicatori del debito						
	Debito pubblico ¹			Indebitamento verso l'estero ²		
	1996	2000	2002	1996	2000	2002
Cina	7	15	16 ³	85	60	54
Corea	8	17	22	126	78	82
Filippine	53	66	74	197	134	158
India	57	67	73	283	236	216
Indonesia	24	82	92 ³	259	217	231
Malaysia	35	37	46	51	43	49
Thailandia	15 ⁴	57 ⁴	54 ⁴	194	115	95
Argentina	36	45	146	468	554	530
Brasile	33	49	57	379	432	395
Cile	15	14	16	144	198	226
Colombia	14	37	51	273	261	313
Messico ⁵	37	37	40	164	90	100
Perù	49	45	47	492	406	364
Venezuela	49	27	40	150	120	162

¹ In percentuale del PIL. ² In percentuale delle esportazioni. ³ 2001. ⁴ Inclusive le passività del Financial Institutions Development Fund. ⁵ Incluso il debito emesso dall'Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB).

Fonti: Banca mondiale; FMI; statistiche nazionali.

Tabella III.4

Asia: tassi d'interesse e tassi di cambio reali									
	Tassi d'interesse a breve termine ¹			Tassi d'interesse a lungo termine ¹			Tassi di cambio effettivi reali ²		
	dic. 2001	dic. 2002	apr. 2003	dic. 2001	dic. 2002	apr. 2003	dic. 2001	dic. 2002	apr. 2003
Cina	2,3	2,0	2,0	...	...	...	4,2	-2,9	-3,3
Corea	4,9	4,9	4,5	7,1	5,9	4,9	0,9	4,0	0,8
Filippine	8,9	5,2	7,4	15,8	12,0	12,6	3,3	-6,4	-8,4
Hong Kong SAR	2,0	1,4	1,5	6,2	4,4	4,3	-0,2	-8,9	-11,0
India	7,2	5,5	4,9	7,9	6,1	5,9	2,3	6,6	-1,7
Indonesia	17,9	13,8	11,7	...	...	...	6,7	21,3	3,9
Malaysia	3,3	3,2	3,2	3,8	3,8	3,7	5,6	-4,2	-6,4
Singapore	1,1	0,9	0,9	4,0	2,6	2,1	-2,1	-2,0	-6,2
Taiwan, Cina	2,6	1,8	1,4	3,8	2,3	1,6	-2,6	-6,1	-9,1
Thailandia	2,9	1,9	1,8	3,4	3,5	3,4	4,0	-3,6	-6,3

¹ In percentuale; dati di fine periodo. ² Variazioni percentuali annue; in termini di prezzi al consumo relativi. Un incremento indica un apprezzamento.

Fonti: Bloomberg; Datastream; FMI; statistiche nazionali.

Tabella III.5

... e deprezzamento dei tassi di cambio reali

L'allentamento delle condizioni monetarie, combinato con modesti livelli di inflazione, si è tradotto in un deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale per Filippine, Thailandia, Singapore e Taiwan, tutti paesi con regime di cambio fluttuante. I primi due perseguono strategie basate su obiettivi espliciti di inflazione, mentre Singapore fissa un obiettivo in termini di tasso di cambio effettivo nominale. Cina, Hong Kong e Malaysia hanno registrato deprezzamenti analoghi, dovuti peraltro al calo del dollaro – cui le loro monete sono di fatto agganciate – nei confronti di altre principali valute (tabella III.5). La flessione dei cambi reali ha impresso slancio alle esportazioni dell'area.

Limiti alla spesa delle famiglie finanziata dal credito bancario?

La bassa inflazione dovrebbe permettere una maggiore espansione monetaria

La bassa inflazione in gran parte dell'Asia ha ampliato il margine di manovra per un'ulteriore espansione del credito. L'allentamento delle condizioni monetarie in diversi paesi ha innalzato i livelli della spesa delle famiglie per abitazioni e beni di consumo durevoli finanziata con prestiti bancari. Di fronte all'indebolimento della domanda di credito delle imprese seguito alla crisi asiatica, le banche sono riuscite a diversificare il rischio aumentando i finanziamenti alle famiglie. Resta da vedere in che misura questa strategia abbia creato nuovi rischi per le stesse istituzioni bancarie.

In Corea le banche hanno aumentato il credito alle famiglie ...

La recente esperienza della Corea, dove i prestiti concessi alle famiglie sono molto aumentati, è indicativa dei potenziali problemi al riguardo. L'incidenza del credito bancario alle famiglie (prestiti personali, ipotecari e saldi su carte di credito) sulle attività totali è salita nettamente, passando dal 24% di fine 1999 a oltre il 40% alla fine del giugno 2002. A questa data, il debito del settore nei confronti del sistema bancario aveva raggiunto il 109% del reddito disponibile, di cui una quota di 49 punti percentuali a titolo di prestiti ipotecari e una di 21 punti per anticipi a fronte di carte di credito.

... ma a un ritmo non più sostenibile

Si potrebbe argomentare che in Corea vi siano ancora margini nel medio periodo per un ulteriore incremento dei crediti ipotecari alle famiglie.

In questo paese la percentuale di proprietari della casa di abitazione è ancora relativamente bassa e, di norma, al crescere del reddito il credito alle famiglie diventa una componente più importante degli impieghi bancari. Tuttavia, in risposta al rapidissimo sviluppo del finanziamento ipotecario indotto dal boom edilizio e immobiliare, il governo ha adottato una serie di misure per limitare i rincari dei prezzi delle abitazioni nelle "aree speculative". Fra tali provvedimenti figurano la riduzione dall'80 al 60% degli scarti di garanzia, l'aumento delle ponderazioni di rischio nel calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte dei prestiti ipotecari, il divieto di acquisti aggiuntivi da parte di precedenti compratori, la minaccia di indagini fiscali per gli acquirenti più assidui, criteri più rigorosi per le esenzioni fiscali sulle plusvalenze immobiliari e l'innalzamento delle aliquote impositive sulle proprietà di maggior valore. In aggiunta, il governo ha presentato un piano per la costruzione di ulteriori alloggi nell'hinterland di Seoul allo scopo di contenere la crescita dei prezzi delle abitazioni. Se da un lato queste misure si sono rivelate efficaci nel limitare l'esposizione del settore bancario – verso la fine del 2002 sono calate sia la spesa sia la fiducia dei consumatori –, dall'altro esse hanno altresì depresso le prospettive di crescita della Corea per il corrente anno.

Come sarebbe risultato ben presto evidente, l'accresciuta esposizione delle istituzioni finanziarie a fronte di altre tipologie di prestiti delle famiglie ha parimenti comportato costi significativi. Fra il dicembre 2001 e il gennaio 2003 i tassi di insolvenza dei titolari di carte di credito sono aumentati della metà, a oltre l'11%. In aggiunta, nell'aprile scorso la "fuga verso la qualità" innescata da irregolarità contabili compiute dal quarto maggiore conglomerato del paese ha provocato una brusca interruzione dei prestiti agli emittenti coreani di carte di credito in fragile posizione finanziaria. Per porre rimedio a questa situazione il governo ha allestito un piano di salvataggio, per svariati miliardi di dollari, grazie al quale gli emittenti in difficoltà sono stati ricapitalizzati dai loro azionisti, e le istituzioni finanziarie hanno erogato prefinanziamenti ai fondi comuni, cui fanno capo ingenti debiti cartolarizzati a fronte di saldi su carte di credito.

Anche la crescita dell'economia thailandese è stata sostenuta dall'espansione del credito e della spesa delle famiglie. A gennaio 2003 il valore delle transazioni fondiari e dei mutui residenziali in essere risultava aumentato rispettivamente del 71 e del 12% su base annua. Tuttavia, in Thailandia l'incidenza del debito delle famiglie sul reddito disponibile è assai inferiore a quella della Corea, e l'esposizione del settore finanziario privato è in parte limitata dal fatto che il credito all'edilizia abitativa viene erogato quasi per la metà da istituti finanziari pubblici. Nondimeno, nel novembre 2002 le autorità – ulteriormente preoccupate per il rapido aumento delle esposizioni debitorie a fronte di carte di credito – hanno reintrodotti requisiti minimi di reddito per il rilascio delle carte.

Il finanziamento del mercato immobiliare è divenuto fonte di inquietudine persino per un paese in deflazione come la Cina, dove i prezzi degli alloggi nei sobborghi di Shanghai e Qingdao hanno registrato balzi considerevoli. Le autorità cinesi dovranno tuttavia valutare i potenziali rischi di questi aumenti a fronte dell'obiettivo, ritenuto molto importante per la trasformazione

Salvataggio di emittenti di carte di credito

Il credito alle famiglie sorregge la crescita in Thailandia

Il problema del mercato immobiliare in Cina

economica e sociale del paese, di promuovere nel lungo periodo la proprietà abitativa, autorizzata solo di recente.

Evoluzione del ruolo della Cina

La crescente rilevanza economica della Cina ...

La rapida crescita dell'economia cinese e la sua integrazione in quella mondiale ne hanno accresciuto significativamente l'influenza sulla regione asiatica. Fra il 1991 e il 2002 la quota di pertinenza del paese sul PIL e sulle esportazioni del continente è più che raddoppiata, salendo rispettivamente a oltre il 17 e al 20%. Le importazioni sono però aumentate nella stessa misura, sicché la Cina presenta ora un deficit corrente nei confronti dei suoi partner asiatici.

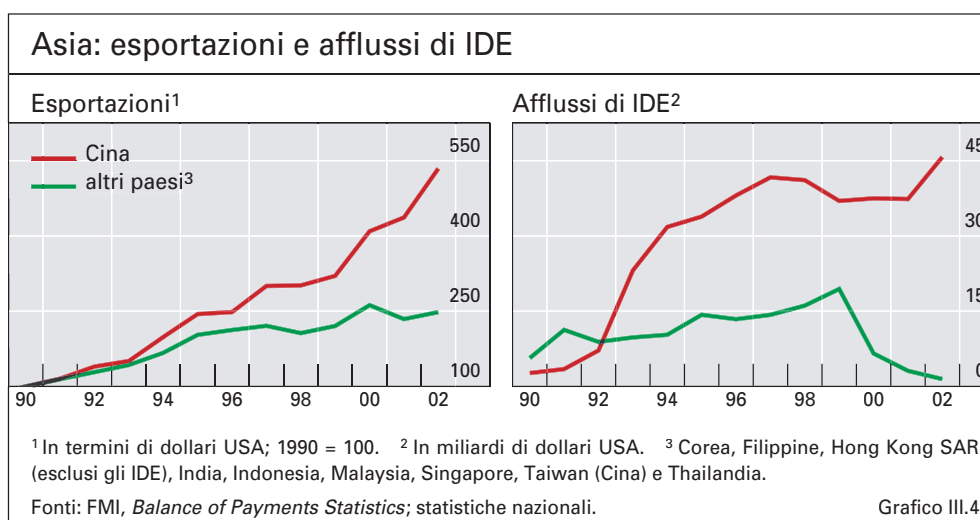
... sta modificando gli scambi e gli investimenti asiatici

La trasformazione strutturale della Cina sta modificando i profili dell'interscambio e degli investimenti asiatici. Le esportazioni del paese sono cresciute negli ultimi anni molto più velocemente di quelle del resto dell'Asia emergente (grafico III.4, diagramma di sinistra), grazie anche allo sbocco offerto dai mercati statunitensi. Tra il 1998 e il 2002 l'incidenza delle vendite agli Stati Uniti sul totale delle esportazioni nazionali è aumentata di oltre 6 punti percentuali, al 27%, mentre le corrispondenti quote di altre economie dell'Asia sono diminuite, soprattutto nel caso delle Filippine, di Hong Kong, Singapore e Thailandia.

La Cina attira maggiori investimenti esteri

Al tempo stesso, il paese ha beneficiato di una quota maggiore degli investimenti esteri affluiti alla regione di recente. Ciò è da ascrivere sia al desiderio di sfruttare le opportunità del commercio internazionale sia, in misura crescente, all'obiettivo di accedere a un mercato in rapido sviluppo come quello della Cina. Ad esempio, le maggiori società tedesche, statunitensi e giapponesi hanno effettuato investimenti finalizzati al mercato automobilistico cinese, che figura al primo posto nel mondo in termini di crescita. Per converso, sono calati i flussi di IDE agli altri paesi emergenti asiatici (grafico III.4, diagramma di destra). Di fatto, accelerando una tendenza emersa già dalla crisi del 1997-98, i flussi netti al resto dell'Asia emergente si sono azzerati lo scorso anno, mentre quelli affluiti alla Cina sono saliti a \$46 miliardi.

Taluni osservatori temono che questa evoluzione comporti il rischio di un possibile accaparramento da parte della Cina di quote della produzione



manifatturiera di altre economie emergenti asiatiche. Il paese è già un importante produttore di manufatti ad alta intensità di lavoro; oltre a ciò, in conseguenza della sua adesione all'OMC, è prevedibile che si aggiudichi una fetta importante del mercato globale nei settori del tessile e dell'abbigliamento, che verranno liberalizzati allo scadere dell'Agreement on Textiles and Clothing dell'OMC nel 2005. La Cina costituisce quindi un'ardua sfida per gli attuali produttori dell'industria tessile e di altri manufatti a uso intensivo di manodopera nel Sud-est asiatico. Essa ha inoltre incrementato in modo costante la produzione a più elevato valore aggiunto, e le esportazioni di macchinari e apparecchiature high-tech sono aumentate speditamente: la quota cinese sul totale delle vendite all'estero di prodotti elettronici dell'Asia è più che raddoppiata negli ultimi cinque anni, portandosi al 30% nel 2002. Ciò è andato soprattutto a detrimento di Malaysia e Singapore, che hanno visto ridurre drasticamente le loro quote. Secondo indicazioni empiriche, sarebbe in atto un trasferimento degli impianti di produzione dei settori dell'alta tecnologia dai paesi emergenti dell'Est asiatico e dal Giappone verso la Cina.

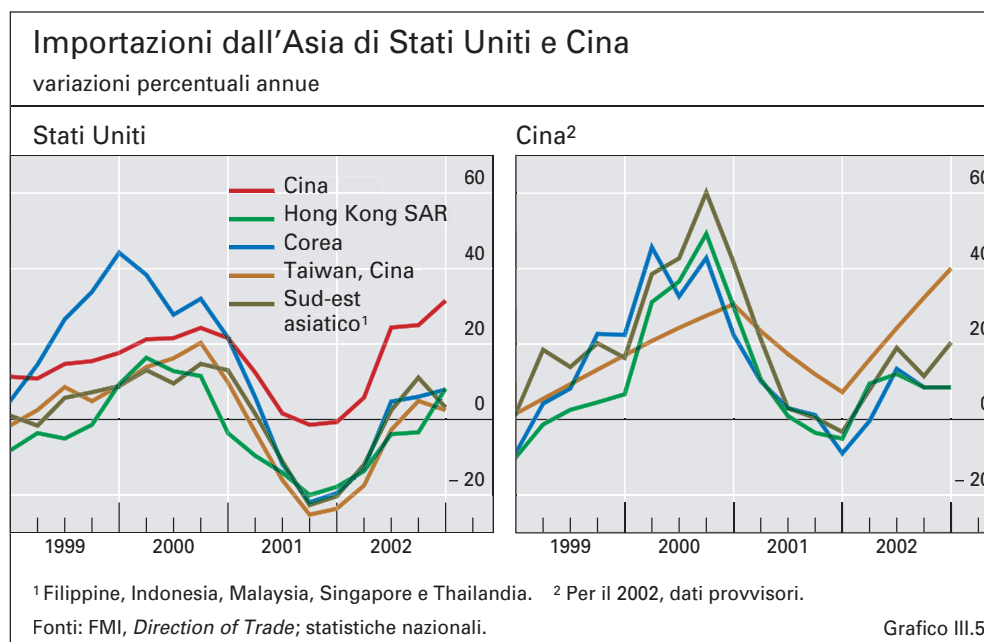
Rischio di possibili effetti di spiazzamento

Nel considerare questi sviluppi in prospettiva, è tuttavia opportuno rammentare che la regione è stata interessata in passato da importanti cambiamenti strutturali, i quali non hanno visibilmente ridotto il benessere economico dei paesi la cui produzione è stata trasferita altrove. Ad esempio, la Cina e il Sud-est asiatico hanno soppiantato buona parte della produzione manifatturiera ad alta intensità di lavoro delle economie asiatiche di recente industrializzate (Corea, Hong Kong, Singapore e Taiwan). Pur creando qualche difficoltà, ciò non ha influito negativamente sulla ricchezza complessiva di queste ultime. Dai primi anni ottanta la maggior parte dell'industria di trasformazione di Hong Kong è stata spostata nella Cina meridionale; l'isola è riuscita nondimeno a prosperare grazie all'offerta di servizi finanziari, commerciali e di investimento a valore assai più elevato, beneficiando della sua vicinanza al continente.

Le precedenti trasformazioni strutturali non hanno ridotto il benessere

Nel contesto attuale, l'Est asiatico potrebbe essere in grado di trarre profitto dalla contiguità alla Cina in almeno due modi. Primo, il commercio mondiale di beni finali avviene per lo più fra economie sviluppate che scambiano prodotti simili, ma in certa misura diversificati. Ciò indica che le economie più sviluppate dell'Asia orientale e del resto del mondo potranno entrare in relazioni commerciali con la Cina differenziando la produzione in base a specifiche caratteristiche, come la qualità, il design o la specializzazione in talune tecnologie più avanzate. Ad esempio, l'opera di diversificazione avviata di recente a Singapore si è incentrata sui comparti della biomedicina e dei servizi. Analogamente, Hong Kong cerca ora di andare oltre la propria tradizionale nicchia di mercato nei servizi finanziari per imporsi come sistema economico ad alta intensità di conoscenza ("knowledge-intensive"). Visto che siffatte strategie richiedono personale altamente specializzato, le due economie si stanno adoperando per migliorare l'istruzione, e hanno mantenuto politiche liberali di residenza per professionisti ed esperti stranieri. Per le economie meno sviluppate del Sud-est asiatico l'adozione di questa strategia potrebbe richiedere tempi più lunghi. Peraltro, è ravvisabile fin da ora l'esistenza di margini per questo tipo di attività, ad esempio nel settore automobilistico,

I partner della Cina potrebbero differenziare la produzione ...



che già produce ed esporta all'interno dell'area. I paesi del Sud-est asiatico potrebbero altresì concentrarsi in alcuni comparti del terziario, come il turismo.

... e offrire beni intermedi

Secondo, l'interscambio mondiale in buona parte riguarda i prodotti intermedi, poiché sfrutta le differenze in termini di costo, capacità e disponibilità di risorse. Analogamente, le economie asiatiche potrebbero fornire alla Cina beni intermedi, utilizzabili in seguito per produrre articoli da destinare ai mercati interni o esteri. Il potenziale per l'integrazione sarà tanto maggiore quanto più alti saranno i costi di produzione nelle zone costiere della Cina a causa dell'aumento dei salari reali e del congestionamento.

Redistribuzione della domanda USA di importazioni attraverso la Cina

I recenti sviluppi mettono in luce l'importanza dei beni intermedi nelle importazioni cinesi. Le vendite all'estero del paese sono trainate in ampia misura dalle importazioni degli Stati Uniti (grafico III.5, diagramma di sinistra), la cui domanda viene redistribuita all'interno della regione tramite la richiesta, da parte della stessa Cina, di fattori della produzione per le proprie industrie orientate all'export, come rispecchiano le crescenti importazioni dal continente asiatico (grafico III.5, diagramma di destra). Ad esempio, mentre le esportazioni del paese di prodotti elettronici sono cresciute del 33% lo scorso anno, i suoi acquisti (ad alta intensità di esportazione) di questi prodotti da altre economie asiatiche sono aumentati di oltre il 49%. Per converso, l'incidenza dei beni di consumo sulle importazioni cinesi è diminuita costantemente, dal 25% circa a metà degli anni novanta al 20% nel 2002.

America latina

Evoluzione economica recente

Il 2002 è stato un anno difficile ...

Per l'America latina il 2002 è stato forse l'anno più difficile dalle crisi debitorie degli anni ottanta. Il PIL reale è calato, dopo la sostanziale stasi del 2001. Fra le economie più grandi, l'Argentina e il Venezuela sono entrambi incorsi in

vere e proprie crisi, mentre il Brasile ha dovuto fronteggiare gravi pressioni sul versante del finanziamento esterno per gran parte del periodo. Anche i risultati di Messico e Cile – i migliori del Sud America negli ultimi anni – sono stati meno buoni che in passato: i tassi di crescita e i proventi da esportazioni hanno ristagnato, e gli afflussi di capitale si sono contratti. Un'eccezione a questa fiacca performance economica è stato il Perù, il cui tasso di espansione ha superato il 5%, il più alto livello da cinque anni a questa parte, grazie alle massicce esportazioni metallurgiche e a un aumento dei consumi.

Dalla seconda metà dell'anno si è manifestata una generale ripresa. Anche se gli afflussi di capitale privato all'America latina sono diminuiti nell'insieme del 2002, le condizioni del finanziamento esterno si sono allentate considerevolmente nell'ultima parte dell'anno e ancor più nel primo trimestre 2003, come dimostra il significativo restringimento dei differenziali sulle obbligazioni di mutuatari emergenti (Capitolo VI). Anche le esportazioni di beni e servizi hanno segnato un recupero nel secondo semestre dello scorso anno, di riflesso all'accresciuta domanda sia interna che esterna all'area.

Le migliorate condizioni esterne dovrebbero concorrere a una moderata ripresa dell'espansione in America latina nel 2003, ma un contributo potrebbe provenire anche da un recupero della spesa per consumi e investimenti. Questa potrebbe essere rilanciata da politiche di sostegno e da un ampliamento dell'attività economica in grado di attrarre investimenti diretti dall'estero.

... ma verso la fine si è manifestata una ripresa

Crescita favorita dalle migliorate condizioni esterne

Sostenibilità del debito e risanamento fiscale

La questione centrale per molte economie latino-americane è se l'azione di riequilibrio dei bilanci attualmente in corso basterà ad assicurare un ritorno di fiducia. Ciò dipende in parte dal grado di integrazione dei singoli paesi nei mercati mondiali dei capitali e dall'entità del loro debito estero.

La sostenibilità del debito pubblico ...

Un'economia caratterizzata dal libero movimento dei capitali è, ceteris paribus, tanto più vulnerabile quanto più alta è la quota del debito denominata in valuta estera e quanto più modesti sono i proventi da esportazioni. La sostenibilità del debito pubblico dipende dal livello dell'indebitamento verso l'estero, anche quando questo origina in ampia misura da contraenti privati, poiché le difficoltà che famiglie e imprese incontrano nel servizio dei prestiti esteri possono incidere sul tasso di cambio e sul costo del finanziamento pubblico. Inoltre, vi sono stati casi in cui, per vari motivi, il governo ha assunto su di sé passività esterne del settore privato. In America latina il rapporto tra indebitamento verso l'estero ed esportazioni è molto maggiore di quello di paesi asiatici con un'analogica incidenza del debito pubblico sul PIL (tabella III.4), e ciò in quanto i saggi di risparmio nazionali e il grado di apertura commerciale dell'America latina sono molto più bassi rispetto all'Asia (per una trattazione del risparmio nelle varie regioni si rinvia al Capitolo II).

... dipende in parte dall'indebitamento con l'estero

La percezione circa la sostenibilità del debito pubblico sembra essere influenzata dall'entità di quest'ultimo, misurata dall'incidenza sul prodotto, e dal suo andamento tendenziale. In Messico e in Cile i rapporti debito pubblico/PIL sono rimasti sostanzialmente stabili fin dalla metà degli anni novanta. In Brasile, Colombia e Perù, invece, sono cresciuti in misura significativa dal 1996 circa, e si attestano ora al disopra di quelli di Messico e

L'entità del debito influisce sulle aspettative

Cile. Il debito pubblico dell'Argentina si ragguaglia attualmente al 146% del prodotto, ma tale valore non è confrontabile con quello di altre realtà a causa dell'inadempienza del paese nell'assolvere le sue obbligazioni debitorie nel dicembre 2001.

Gli indici di indebitamento del settore pubblico sono aumentati ...

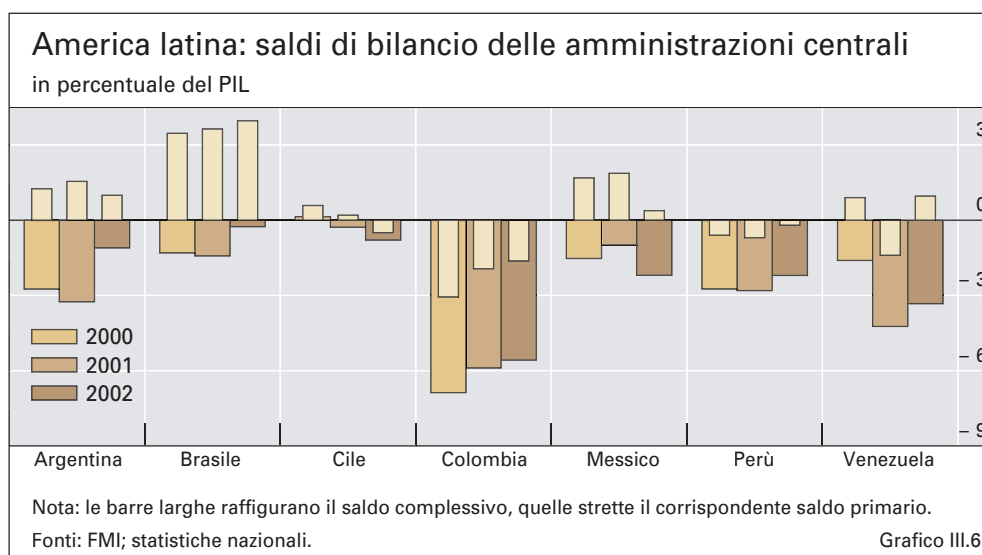
L'incidenza del debito pubblico sul PIL è aumentata poiché i saldi primari non sono stati sufficienti a coprire i pagamenti in conto interessi. Vi ha altresì contribuito la combinazione di elevati tassi d'interesse reali e ristagno della crescita, conseguenza in parte dei vincoli finanziari e del modesto ritmo di espansione dell'attività economica globale. Un'ulteriore causa va ricercata nel deprezzamento del cambio, dato che il debito pubblico è in buona parte denominato in valuta o ad essa collegato, e che le esportazioni non sono aumentate in misura tale da compensare la svalutazione della moneta.

... e rispecchiano le grandezze economiche e le percezioni degli operatori

Nel lungo periodo i fattori che influiscono sul rapporto debito/PIL tendono a riflettere l'andamento delle variabili economiche fondamentali. Ad esempio, il deprezzamento del cambio che ha contribuito a innalzare l'incidenza del debito pubblico in Brasile a partire dalla metà degli anni novanta è dovuto in parte a un tasso di risparmio dell'economia relativamente basso e all'elevato indebitamento esterno del paese. Nel breve periodo, tuttavia, queste determinanti possono altresì rispecchiare le aspettative sulla sostenibilità del debito pubblico, che sono parzialmente in grado di autorealizzarsi. I timori circa la capacità o la volontà di un paese di onorare il debito possono innalzare la misura dell'interesse o abbassare quella del cambio fino al punto in cui il debito diviene insostenibile. Per questa ragione, diverse autorità latino-americane hanno assunto iniziative per rassicurare il mercato sul loro impegno a risanare le finanze statali, ravvisabile in certa misura nei recenti saldi dei conti pubblici. Come illustrato nel grafico III.6, in alcuni paesi i deficit di bilancio si sono ridotti e l'avanzo primario è aumentato in Brasile.

I governi hanno cercato di rassicurare i mercati

Alcuni governi hanno cercato di rassicurare i mercati anche per mezzo di preventivi misure economiche o legislative. Ad esempio, in Brasile il nuovo esecutivo ha innalzato al 4,25% l'obiettivo per l'avanzo primario di quest'anno, dal 3,75% del 2002; di fatto, nel primo trimestre 2003 l'eccedenza ha superato



il 6%. Esso sta inoltre lavorando alla revisione della fiscalità e del sistema previdenziale, che rappresenta un'importante componente del disavanzo pubblico. Il deficit di bilancio della Colombia dovrebbe calare grazie alle riforme del mercato del lavoro e dei comparti tributario, pensionistico e previdenziale varate lo scorso anno; sono inoltre previsti una legge di disciplina fiscale, volta a limitare le dimensioni relative del debito pubblico, e un referendum che riformerebbe il settore statale, con ulteriori consistenti risparmi di spesa. Nel quadro del programma con l'FMI, anche il Perù si è impegnato a ridurre il disavanzo di bilancio nel 2003 e nel 2004.

L'adeguatezza di tali misure correttive andrebbe valutata in relazione ad almeno tre fattori. Primo, l'inflazione ha di fatto contribuito ad aumentare i saldi primari in alcuni paesi, ma questo effetto è destinato ad attenuarsi gradualmente qualora essa perduri. In Brasile, ad esempio, il gettito complessivo del settore statale è aumentato di circa il 29% nei dodici mesi terminanti a gennaio 2003 (al netto delle entrate una tantum del gennaio 2002), in misura grosso modo analoga a quella di un indicatore inflazionistico largamente seguito. Poiché la spesa non è cresciuta in modo proporzionale, ne è scaturito un aumento dell'avanzo primario del settore statale che ha più che compensato il peggioramento del disavanzo previdenziale. Sebbene il prolungato periodo di moderati incrementi dei prezzi abbia ridotto significativamente le aspettative inflazionistiche e le rivendicazioni salariali in alcune economie della regione, l'esperienza passata insegna che il diffuso ricorso all'indicizzazione potrebbe aumentare nel caso in cui l'inflazione dovesse attestarsi a lungo su livelli elevati.

Secondo, l'aumento del gettito fiscale è stato reso possibile anche da un'imposizione, talora distorsiva, che potrebbe di fatto pregiudicare le prospettive di crescita nel lungo termine. In Argentina, ad esempio, il 15% delle entrate statali è provenute da una tassa sulle esportazioni introdotta agli inizi del 2002. Se è vero che essa ha compensato i guadagni eccezionali conseguiti dagli esportatori agricoli in seguito al drastico deprezzamento del peso nel 2002, va tuttavia rilevato che le imposte sulle transazioni commerciali internazionali non rappresentano una soluzione di lungo periodo. Il Brasile ha puntato molto sulla tassazione delle operazioni finanziarie e su un sistema di imposizione indiretta "a cascata" in cui le imposte sul fatturato si applicano in aggiunta a quelle (non deducibili) corrisposte sull'acquisto dei fattori. Si ritiene che questo sistema danneggi la competitività delle imprese brasiliane.

Terzo, in molti paesi l'elevata quota di esborsi non discrezionali rende difficoltoso ridimensionare la spesa complessiva. I pagamenti per interessi rappresentano il 18% del totale delle uscite in Brasile, e il 12-15% in Perù e Colombia. La correzione dei bilanci pubblici è in genere limitata anche da obbligazioni contrattuali o da regole prestabilite per l'allocazione di risorse come quelle previdenziali e assistenziali, reputata da molti non pienamente efficiente. In diverse economie il 35-50% della spesa pubblica viene stanziato a livelli di governo inferiori a quello centrale, e il controllo di questi flussi di spesa si è rivelato particolarmente arduo. Per questo motivo, i tagli interessano di solito una percentuale relativamente contenuta delle uscite statali. Inoltre, poiché gli effetti immediati sono anche meno evidenti, le spese in conto

Impatto dell'inflazione sui saldi primari

Talune imposte possono pregiudicare la crescita

Le spese non discrezionali limitano i tagli alle uscite statali

capitale e a titolo di manutenzione facenti capo alle aziende pubbliche sono state talvolta le prime a essere ridotte, il che potrebbe a sua volta ripercuotersi negativamente sulla crescita futura.

Le sfide insite nella lotta all'inflazione

Nel 2002 vari paesi hanno incontrato difficoltà nel finanziamento esterno, che si sono tradotte in forti deprezzamenti della moneta seguiti da un aumento dell'inflazione (grafico III.7). Valutare le condizioni monetarie in siffatti frangenti è tutt'altro che facile.

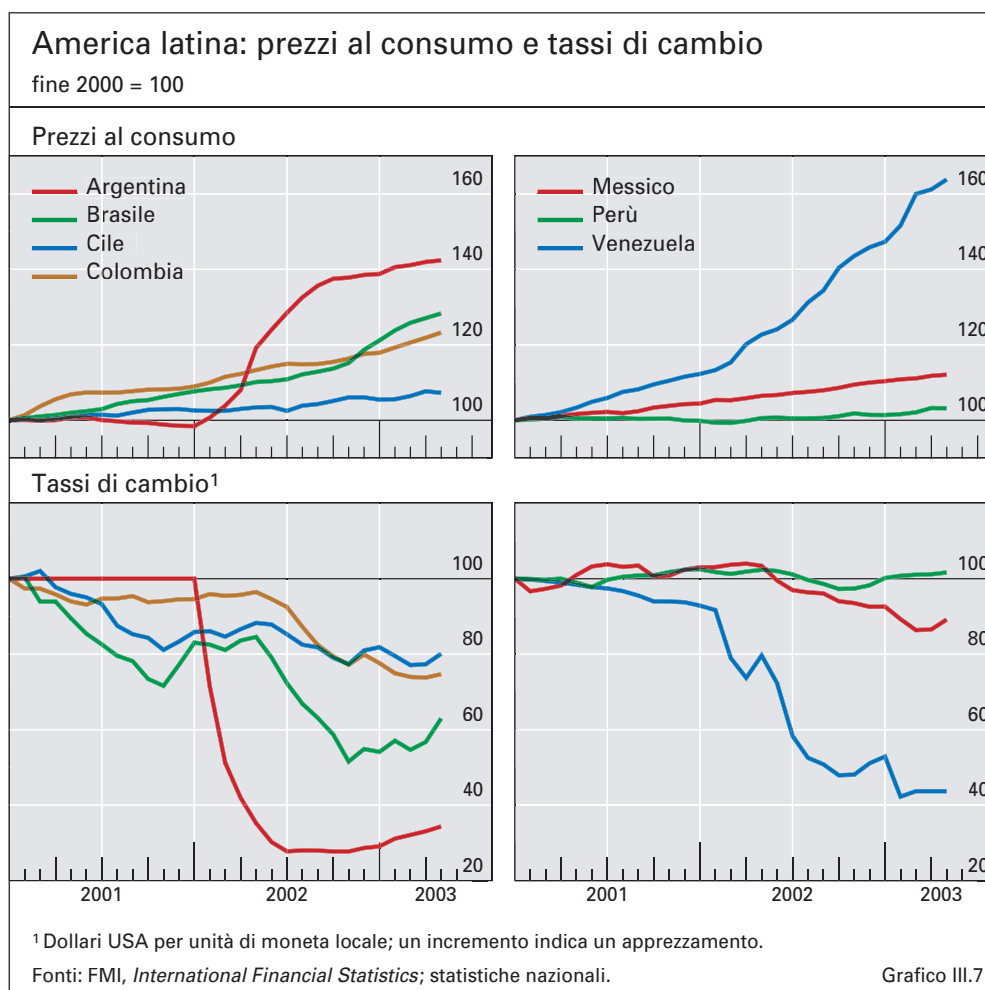
Da un lato, anche se in talune economie il cambio si è nettamente deprezzato, è stata evitata la spirale inflazione/deprezzamento in rapida successione osservata in passato nell'area. Anzi, dalla fine del 2002 i tassi di cambio si sono tendenzialmente stabilizzati o apprezzati, e i differenziali sul debito sovrano hanno registrato un calo, a riprova del fatto che i mercati ripongono una certa fiducia nelle politiche in atto in alcuni paesi.

Dall'altro, i tassi d'inflazione sono aumentati e gli obiettivi espliciti stabiliti al riguardo sono stati talvolta disattesi. Con un'inflazione al 12,5% nel dicembre 2002, il Brasile ha superato di larga misura la soglia massima del 5,5% fissata come obiettivo. Sebbene la banca centrale abbia innalzato il tasso programmato per il 2003 all'8,5% per tener conto dell'aumento dei prezzi amministrati

Nonostante le difficoltà nel finanziamento esterno ...

... i tassi di cambio si sono stabilizzati ...

... ma l'inflazione rappresenta un problema



e dell'inflazione inerziale, l'indice dei prezzi è salito ulteriormente, sfiorando alla fine del primo trimestre di quest'anno un valore pari al doppio del nuovo target. Anche la Colombia ha mancato l'obiettivo, benché la banca centrale continui a seguire un piano di graduale rientro dall'inflazione. I controlli valutari e dei prezzi introdotti nel gennaio 2003 in Venezuela hanno consentito alle autorità di stabilizzare il cambio, ma il costo della vita è aumentato ugualmente in misura significativa. In Messico l'indice dei prezzi ha superato lo scorso anno l'obiettivo del 4,5%; nondimeno, il governo ha riaffermato l'impegno assunto nel luglio 2002 di centrare quello fissato per il 2003, pari al 3%, pur riservandosi un margine di oscillazione compreso tra il 2 e il 4%. Lo scorso anno il tasso d'inflazione in Cile è stato inferiore a quello programmato, grazie all'affievolirsi delle pressioni sui costi reso possibile dai minori prezzi all'importazione e dalle favorevoli condizioni del mercato del lavoro; a fine marzo 2003 esso aveva però oltrepassato il limite superiore dell'intervallo del 2-4% fissato come obiettivo. I dati più recenti segnalano una moderazione delle pressioni inflazionistiche in alcuni paesi. Assume particolare rilevanza il caso dell'Argentina, dove l'esecutivo ha ridotto drasticamente le sue previsioni di inflazione per il 2003 all'8%, contro il 35% originariamente stabilito nel programma di sostegno concordato con l'FMI e il 41% di fatto registrato alla fine del 2002.

Le autorità monetarie dei paesi fortemente indebitati hanno dovuto misurarsi con alcune difficili scelte antitetiche. Quella forse più importante riguarda la necessità di innalzare i tassi d'interesse a un livello sufficiente a prevenire destabilizzanti spirali inflazione/deprezzamento, nella consapevolezza che un aumento eccessivo dei tassi rischia di accentuare sia i dubbi circa la sostenibilità del debito pubblico sia, verosimilmente, la fragilità del sistema finanziario. Questo risultato potrebbe a sua volta acuire le pressioni al ribasso sul cambio e, di conseguenza, ripercuotersi negativamente sull'inflazione.

Un'ulteriore complicazione per l'America latina è rappresentata, nel breve termine, dai possibili effetti contrattivi connessi con il deprezzamento del cambio nominale, giacché questo accresce gli oneri debitori dei residenti che

Rischio che gli alti tassi d'interesse compromettano la sostenibilità del debito ...

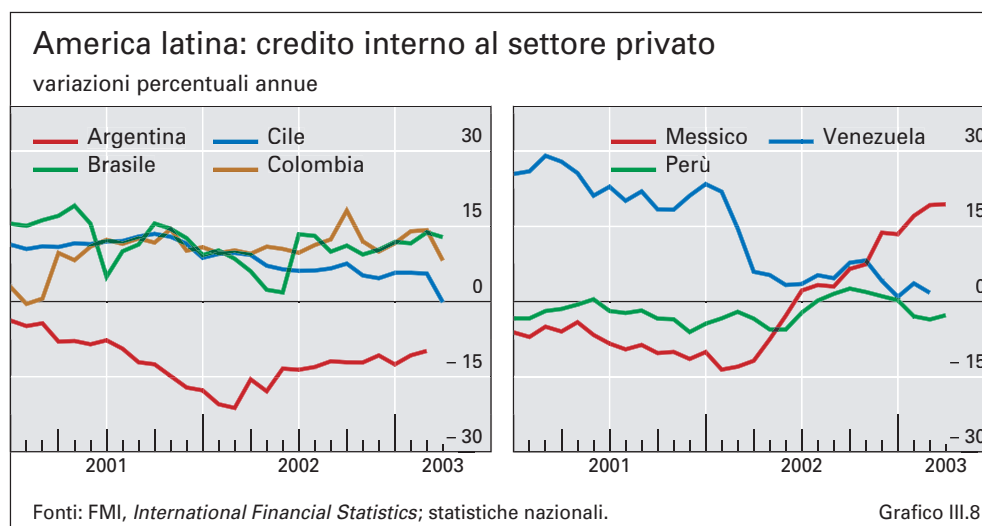
... e che i deprezzamenti producano effetti contrattivi

America latina: tassi d'interesse e tassi di cambio reali									
	Tassi d'interesse a breve termine ¹			Tassi d'interesse reali a breve termine ^{1,2}			Tassi di cambio effettivi reali ³		
	dic. 2001	dic. 2002	apr. 2003	dic. 2001	dic. 2002	apr. 2003	dic. 2001	dic. 2002	apr. 2003
Argentina	6,1	34,1	22,2	7,8	-4,9	2,3	1,6	-58,6	11,1
Brasile	19,1	24,9	26,3	10,6	11,0	8,4	-10,1	-31,7	-21,4
Cile	6,2 ⁴	4,4 ⁴	1,9 ⁴	6,2	4,4	1,9	-9,6	-6,4	-15,5
Colombia	10,7	7,5	7,6	1,6	-0,6	1,0	5,5	-16,1	-21,8
Messico	7,6	7,6	6,7	3,0	1,8	1,4	8,0	-9,5	-14,0
Perù	4,8	3,6	3,3	5,0	2,1	0,7	6,8	-4,2	-6,4
Venezuela	19,7	25,1	16,0	6,6	-4,7	-13,1	5,0	-30,8	-34,4

¹ In percentuale; dati di fine periodo. ² Corretti per il tasso annuo d'inflazione. ³ Variazioni percentuali annue; in termini di prezzi al consumo relativi. Un incremento indica un apprezzamento. ⁴ Tasso reale collegato alla Unidad de Fomento.

Fonti: Bloomberg; Datastream; FMI; statistiche nazionali.

Tabella III.6



si finanziano in valuta estera, riducendo in pari tempo il potere di acquisto sull'interno. Queste forze agiscono in senso opposto ai tradizionali effetti di sostituzione sull'interscambio. Nel medio periodo il deprezzamento può sì stimolare l'economia, ma solo se si deprezza anche il cambio reale. È ciò che è accaduto di recente in alcuni paesi latino-americani (tabella III.6), un gradito cambiamento rispetto a precedenti episodi in cui l'inflazione era cresciuta più rapidamente. Il caso dell'Argentina è indicativo degli effetti eterogenei dell'arretramento del cambio in talune economie emergenti: la caduta del peso argentino nel 2002 si era inizialmente accompagnata a una repentina contrazione del prodotto, e solo in seguito a una ripresa delle esportazioni di beni e servizi.

Per compensare in parte gli effetti frenanti sopra menzionati, le banche centrali hanno limitato gli aumenti dei tassi nominali, così da abbassare la misura dell'interesse reale. I tassi d'interesse reali sono diminuiti in Brasile, pur superando ancora l'8% ad aprile 2003, mentre in alcuni paesi (Argentina, Colombia, Venezuela) essi hanno assunto valori negativi per un periodo prolungato. In ogni caso, per bassi o negativi che fossero, i tassi non si sono puntualmente associati a una rapida espansione del credito (grafico III.8). Nonostante l'alta inflazione, in Argentina il credito nominale al settore privato è diminuito lo scorso anno a causa dei problemi del settore bancario, mentre è rallentato fin quasi a toccare lo zero in Venezuela. In Brasile il credito è aumentato intorno al 10%, un livello ancora inferiore al tasso d'inflazione. In Cile e Messico, dove i vincoli al finanziamento esterno erano meno stringenti, le autorità hanno risposto alla debolezza della domanda estera allentando le condizioni monetarie. In entrambi i paesi i tassi d'interesse reali sono calati, ma mentre in Messico il credito è cresciuto sensibilmente, in Cile ha continuato ad aumentare in misura moderata.

Europa centrale e orientale

Nell'Europa centrale e orientale (ECO) la crescita ha dato prova di notevole tenuta di fronte al rallentamento che ha colpito lo scorso anno l'Europa

I bassi tassi d'interesse reali non stimolano il credito

occidentale. L'indirizzarsi dell'economia su un sentiero di crescita endogena, sostenuta dalla rapida espansione del credito al consumo e dallo stimolo fiscale in molti paesi, si è accentuato nel 2002 (grafico III.9). Sul fronte esterno, la maggiore diversificazione dei mercati di sbocco e i guadagni di produttività hanno fatto registrare una performance delle esportazioni superiore al previsto (grafico III.1); la produzione è così aumentata in media del 5-5½% nel Sud-est europeo e nei paesi baltici, e del 3% circa nell'Europa centrale. In Russia la crescita è rimasta sostenuta, e l'economia turca si è nettamente ripresa dalla brusca contrazione del 2001. Queste tendenze sono ampiamente proseguite nel primo trimestre 2003.

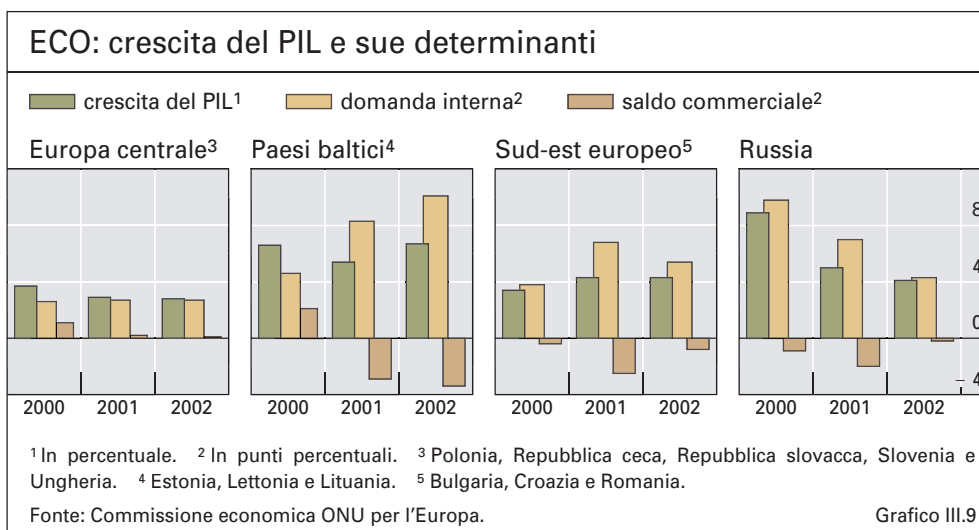
La crescita non ha risentito del rallentamento nell'Europa occidentale

Un altro aspetto positivo della recente performance macroeconomica è stato il protrarsi della disinflazione. Verso la fine del 2002 negli otto paesi della regione candidati all'ingresso nella UE e in Croazia l'inflazione media si collocava a poco più del 2,5%, il livello più basso dall'inizio della transizione. In Romania, Russia, Serbia e Montenegro e in Turchia sono stati ancora registrati aumenti dei prezzi a due cifre, ma anche in questi casi si è osservato un rallentamento nel corso dell'anno. In gran parte dei paesi, tuttavia, la minore inflazione non è attribuibile a più moderate pressioni interne dei costi e della domanda, bensì ai buoni raccolti e all'apprezzamento del cambio, che hanno fatto scendere i prezzi degli alimentari e dell'energia importata. Invero, la disinflazione è stata minore e più onerosa rispetto al passato. La variazione cumulativa del tasso di disoccupazione necessaria ad abbassare l'inflazione di 5 punti percentuali – il cosiddetto "indice di sacrificio" – è stata in media di 1,6 punti percentuali nel 2000-02, rispetto a 0,5 punti nel 1998-99.

L'inflazione cala ulteriormente ...

In tale contesto, vari fattori fanno ritenere che la bassa inflazione recentemente osservata potrebbe non proseguire nel breve termine. In primo luogo, è probabile che si affievolisca l'effetto del calo dei prezzi alimentari. In secondo luogo, la maggior parte dei paesi ha programmato una serie di aggiustamenti straordinari dei prezzi amministrati. Inoltre, l'inflazione ha cominciato a risentire dell'aumento dei corsi petroliferi all'inizio del 2003. Da ultimo, l'incremento delle retribuzioni del pubblico impiego ha iniziato a ripercuotersi su quelle del

... ma tale tendenza potrebbe non proseguire



settore privato. In parte a causa di ciò, in alcuni paesi si è ridestato l'interesse per le politiche dei redditi.

Gli afflussi di IDE hanno finanziato ampi disavanzi con l'estero

I disavanzi di parte corrente sono rimasti ampi nel 2002 (5,7% del PIL in media, escludendo la Russia), ma il loro finanziamento è risultato agevole. Nelle Repubbliche ceca e slovacca e in Slovenia gli afflussi di IDE sono stati da 2 a 5 volte maggiori dei deficit stessi, mentre nei restanti paesi essi hanno coperto in media il 60% dei disavanzi. Inoltre, l'approssimarsi dell'adesione alla UE e la percezione da parte degli investitori di un rischio relativo nei mercati emergenti hanno determinato un'impennata negli afflussi di capitale a breve termine. Di conseguenza, nel corso del 2002 la maggior parte delle valute dell'Europa centrale si è apprezzata nei confronti dell'euro o in termini effettivi nominali, con l'importante eccezione dello zloty polacco, che ha subito per un certo periodo pressioni al ribasso a causa della debole crescita interna e della tardiva risposta agli ingenti tagli dei tassi d'interesse. La Russia ha conservato un avanzo corrente prossimo al 10% del PIL, grazie a un aumento delle esportazioni petrolifere. In Turchia, la forte ripresa ha determinato un aumento delle importazioni e – in presenza di una crescita invariata delle esportazioni – un leggero deficit di parte corrente, pari all'1% del PIL.

Di fronte agli afflussi di capitale e all'apprezzamento dei cambi ...

In questa situazione relativamente favorevole, le autorità monetarie dei paesi con obiettivi espliciti di inflazione hanno per lo più cercato di contemperare gli effetti disinflazionistici dell'apprezzamento valutario con quelli espansivi degli afflussi di capitale sull'offerta interna di moneta. Al tempo stesso, esse hanno dovuto tenere in considerazione l'orientamento di stimolo della politica fiscale, la possibilità di ricadute sull'export dell'apprezzamento dei cambi e il contesto di bassi tassi d'interesse nei mercati globali dei capitali. Di fronte a tali sfide, la gran parte delle banche centrali è ricorsa a una combinazione di tagli dei tassi e di interventi sul mercato per rallentare gli afflussi di fondi e ridurre le pressioni al rialzo sul cambio.

... le banche centrali riducono i tassi e intervengono sui mercati

Lo scorso anno la Banca Nazionale ceca è intervenuta in più occasioni, abbassando il tasso ufficiale principale al disotto di quello della BCE in luglio. La Banca Nazionale polacca ha tagliato il saggio di riferimento di 5,75 punti percentuali dall'inizio del 2002. Tale azione mirava a indebolire lo zloty, ma anche ad abbassare gli elevati tassi d'interesse reali, considerati in parte responsabili della lenta crescita nel 2001-02. Di fronte agli afflussi di IDE, pari al 20% del PIL nei primi nove mesi del 2002, il governo e la banca centrale slovacchi hanno concordato di sterilizzare tutti i fondi in entrata collegati a privatizzazioni e di usare i proventi unicamente per il rimborso del debito pubblico e per la riforma pensionistica.

Controlli temporanei in Ungheria per limitare gli afflussi a breve

L'esperienza dell'Ungheria è stata ancora più drammatica. Il 15 e 16 gennaio 2003 in poche ore sono entrati nel paese capitali per circa €4-5 miliardi, equivalenti a una discreta percentuale del PIL annuo. Tali afflussi sono stati alimentati da speculazioni sulla possibilità che fosse rimosso il limite del 15% posto all'apprezzamento del fiorino al disopra della sua parità centrale con l'euro. Per contrastare questi attacchi speculativi, la Banca Nazionale ha abbassato i tassi ufficiali di 200 punti base, ha introdotto un massimale sui depositi a breve termine ed è intervenuta massicciamente sul mercato dei cambi. Tali misure straordinarie hanno smorzato la speculazione. Tuttavia,

la riduzione dei tassi e il conseguente deprezzamento del fiorino hanno aggravato le pressioni inflazionistiche, costringendo la Banca Nazionale a rivedere al rialzo le proprie previsioni di inflazione per la fine del 2003.

Sostenibilità della recente performance

Il contrasto tra sviluppi generalmente favorevoli nell'ECO e prospettive incerte per l'Europa occidentale solleva un quesito fondamentale: le economie dell'ECO saranno in grado di sostenere questa performance di crescita e continuare così ad avvicinarsi gradualmente al tenore di vita dei paesi dell'Unione europea? Una crescita forte si rende necessaria anche per attenuare le pressioni derivanti da una disoccupazione ostinatamente elevata, che resta l'aspetto meno positivo nel quadro macroeconomico generale della regione.

Vi sono vari fattori che sembrano contraddire l'ipotesi di una continuazione delle recenti tendenze positive. In primo luogo, la crescita delle esportazioni potrebbe rallentare, dal momento che le prospettive per l'Europa occidentale non sono migliorate. In secondo luogo, gli alti deficit correnti e di bilancio non consentono di fare ampio affidamento sulla domanda interna come fonte principale di crescita. Infine, la recente espansione del credito interno, importante fattore di supporto al dinamismo della domanda, potrebbe non essere sostenibile nel breve periodo.

Tuttavia, a un esame più attento, alcune di queste argomentazioni appaiono meno fondate di altre. Per quanto riguarda il primo punto, sviluppi recenti indicano che l'ECO potrebbe essere di fatto divenuta meno dipendente dall'export verso l'Unione europea. Società estere detengono oggi una quota ingente del settore delle imprese della regione. Esse hanno spesso dislocato la produzione nell'ECO al fine di costituire una base più conveniente per le loro esportazioni, non solo verso l'Unione europea, ma anche verso altri mercati (incluse la stessa ECO e l'Asia). Ciò è rispecchiato dalla quota crescente di mercati extra-UE sul totale delle esportazioni della regione e da una correlazione decrescente tra l'export dei paesi candidati e la produzione industriale nell'area dell'euro dal 1999. Pur non essendo ancora chiaro se il calo sia di natura ciclica o più permanente, esso si pone comunque in contrasto con la correlazione crescente osservata tra questi indicatori nella maggior parte degli anni novanta. Al tempo stesso, i costi del lavoro in Slovenia, i più alti della regione, corrispondono ancora al 25% soltanto di quelli nella Germania occidentale, i più elevati della UE. Tale vantaggio di costo condurrà probabilmente a ulteriori, benché più contenuti, aumenti nella quota delle esportazioni dell'ECO verso mercati sia interni che esterni all'Europa occidentale.

Fino a che punto gli squilibri esterni potrebbero essere di ostacolo alla crescita? Ad eccezione di Russia e Slovenia, dall'inizio della transizione la maggior parte dei paesi dell'ECO presenta ampi deficit di parte corrente. Simili disavanzi sono da prevedersi per paesi che intendono guadagnare terreno in termini di sviluppo, giacché è presumibile che sul piano nazionale gli investimenti superino il risparmio. Dal 1994 al 2002 gli afflussi di IDE hanno in media finanziato il 90% dei disavanzi correnti. In generale, le dimensioni di

È possibile mantenere la buona performance?

Gli esportatori hanno diversificato i mercati di sbocco e restano competitivi

Stabili deficit di parte corrente ...

questi ultimi sono rimaste stabili. Di fatto, ad esclusione della Russia, dal 2000 l'aumento dei deficit aggregati di parte corrente è stato inferiore a 1/2% del PIL. Inoltre, salvo pochi casi, gli episodi passati di forti correzioni degli squilibri di parte corrente non hanno di norma avuto ripercussioni sulla crescita del PIL per periodi di tempo prolungati. Nondimeno, si nutrono alcune preoccupazioni in merito alle vulnerabilità esterne. I flussi annui di IDE sono spesso volatili a causa di grandi progetti di privatizzazione. In aggiunta, i paesi della regione sono recentemente diventati più esposti ad afflussi di capitali a breve termine, uno sviluppo, questo, che potrebbe accentuarsi con l'adesione alla UE (si veda oltre).

... ma un'ulteriore espansione del credito sull'interno presenta rischi

Un terzo potenziale vincolo alla crescita nel breve periodo potrebbe essere la necessità di moderare l'espansione dei crediti al consumo. La maggior parte delle banche è stata privatizzata, e l'elevato grado di apertura alla proprietà e al controllo di soggetti esteri ha fortemente contribuito a migliorare l'efficienza sia del sistema finanziario che della gestione del rischio. Negli ultimi due anni l'elevata crescita del reddito delle famiglie, insieme ai più bassi tassi d'interesse e alle maggiori pressioni concorrenziali, ha incoraggiato le banche di Bulgaria, Croazia, Repubblica ceca, Romania e Ungheria a espandere il credito a tale settore a ritmi annui del 20-60%. Questa elevata crescita riflette in parte la bassa quota dei prestiti alle famiglie sul credito bancario. Tuttavia, se dovesse persistere, essa potrebbe esporre le banche a un significativo rischio di credito, poiché la maggior parte di questi prestiti non è adeguatamente garantita a causa di lacune nella legislazione che disciplina l'utilizzo delle garanzie. Un'altra fonte potenziale di preoccupazione sta nel fatto che la maggiore concorrenza tra le banche ha ridotto i margini di intermediazione in una misura che potrebbe non essere sostenibile.

Desti forte preoccupazione la sostenibilità dei conti pubblici

La preoccupazione maggiore, tuttavia, concerne la sostenibilità delle posizioni di bilancio. In Croazia, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca e Ungheria i disavanzi sono cresciuti dal 2000 a livelli pari o superiori al 5% del PIL. Gran parte di questo deterioramento è di natura strutturale, ovvero connesso con modifiche legislative che hanno aumentato in modo permanente i contributi sociali e le retribuzioni del pubblico impiego. L'adesione all'Unione europea comporterà inoltre nuovi oneri a carico della spesa pubblica, dovuti alla necessità di conformarsi ai regolamenti UE in ambiti quali la protezione dell'ambiente. Una difficoltà ulteriore deriva poi dal fatto che, in alcuni paesi, fino a due terzi delle uscite totali sono disciplinati da norme che esulano dalle leggi di bilancio. Di conseguenza, misure discrezionali di spesa sono state spesso attuate tramite attività parafiscali (garanzie, fondi extra-bilancio) che mancano di trasparenza e possono generare considerevoli incertezze per la politica monetaria.

Anche la Turchia deve affrontare problemi di debito pubblico

La Turchia deve confrontarsi con un debito pubblico che si situa oggi a oltre l'80% del PIL, un livello superiore a quello riscontrabile nella quasi totalità delle altre grandi economie emergenti (tabella III.4). Per raggiungere l'obiettivo di ricondurre tale rapporto al disotto del 70% entro la fine del 2004, le autorità si sono impegnate a conseguire un avanzo primario di bilancio del 6 1/2% del PIL (rispetto al 4 1/2% del 2002) e a ridurre l'inflazione al 20% entro la fine del 2003 (dal 30% del primo trimestre). Il costo del debito è tuttavia

ingente, poiché i tassi d'interesse reali si aggirano sul 20%. Inoltre le passività, benché emesse e detenute sull'interno, sono per lo più collegate a tassi a breve termine o al cambio, e quindi la sostenibilità del debito risulta altamente sensibile ai movimenti di tali variabili. Un rischio ulteriore deriva dal fatto che obiettivi ambiziosi in termini di aumenti di reddito e tagli alla spesa non potranno essere conseguiti se non si procederà secondo i piani con le privatizzazioni e le riforme, politicamente delicate, dell'amministrazione pubblica e del sistema bancario.

Sfide dell'adesione alla UE

Successivamente all'entrata nell'Unione europea nel maggio 2004, i paesi candidati progettano di aderire al meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo (SME II). Dopo un periodo di due anni all'interno dello SME II, e subordinatamente al rispetto degli altri criteri di Maastricht, la tappa successiva sarebbe la partecipazione alla UEM. Sebbene appaia improbabile che i primi tra i nuovi paesi membri possano entrare a far parte dell'area dell'euro prima del 2007 o 2008, tale prospettiva sta già avendo ripercussioni sulle aspettative di mercato, e i tassi obbligazionari a lungo termine stanno convergendo verso i livelli europei. Inoltre, ne sono influenzate anche le politiche macroeconomiche, che devono soddisfare i criteri di Maastricht e al tempo stesso gestire cospicui afflussi di capitali.

Si osserva già l'impatto delle prossime fasi di integrazione

Criteri di convergenza nella UEM										
	Stabilità dei prezzi ¹		Tasso d'interesse a lungo termine ²		Stabilità del tasso di cambio ³		Disavanzo di bilancio ⁴		Debito pubblico ⁵	
	1999	2002	1999	2002	1999	2002	1999	2002	1999	2002
Valore di riferimento ⁶	0,5 + 1,5	1,5 + 1,5	5,3 + 2	4,4 + 2	±15	±15	-3,0	-3,0	60	60
Polonia	7,3	2,0	9,7	5,6	2,1	6,8	-2,0	-6,3	43	48
Repubblica ceca	2,1	1,8	7,0	4,3	-1,0	-2,6	-6,3	-5,8	15	23
Repubblica slovacca	10,5	3,4	...	7,4	1,3	-3,5	-6,4	-5,8	30	34
Slovenia	6,2	7,5	...	8,9	4,6	3,7	-2,2	-1,8	26	31
Ungheria	10,0	5,3	8,8	6,5	3,2	-5,4	-5,2	-6,7	60	50
Estonia	3,3	3,6	...	3,9	-0,1	0,0	-4,6	0,7	7	5
Lettonia	2,4	1,9	...	4,4	-3,2	7,6	-3,9	-1,8	11	14
Lituania	0,8	0,3	...	5,9	-8,5	-1,9	-8,5	-1,8	28	28
Bulgaria	2,6	5,9	9,3	5,7	-0,6	0,0	-1,0	-0,6	94	57
Croazia	4,1	2,2	12,7	6,5	4,0	0,4	-8,2	-5,0	49	52
Romania	45,3	22,8	...	...	39,2	22,7	-3,6	-2,9	31	29
<i>Media</i> ⁷	<i>8,6</i>	<i>5,1</i>	<i>9,5</i>	<i>5,9</i>	<i>3,7</i>	<i>2,5</i>	<i>-4,7</i>	<i>-3,5</i>	<i>36</i>	<i>34</i>

¹ Variazioni percentuali annue dei prezzi al consumo. ² Sui titoli di Stato decennali in moneta nazionale, dati di fine anno; per Bulgaria e Lettonia, titoli quinquennali. ³ Scostamento del tasso di cambio di fine anno (in unità di moneta nazionale per euro) dal tasso medio, rispettivamente, nel 1998-99 e 2001-02. Un incremento indica un deprezzamento. ⁴ Disavanzo dell'amministrazione centrale (base di competenza) in percentuale del PIL. Per i paesi dell'OCSE, stime OCSE; per gli altri paesi, dati FMI e statistiche nazionali. ⁵ Debito interno ed estero del settore pubblico (amministrazioni pubbliche) in percentuale del PIL. ⁶ Tasso d'inflazione e d'interesse dei tre paesi, rispettivamente della UE e dell'area dell'euro, con la più bassa inflazione; gli altri tre valori di riferimento sono basati sul Trattato di Maastricht. ⁷ Non ponderata.

Fonti: BCE; Bloomberg; Commissione europea; FMI; OCSE; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella III.7

Il consolidamento dei bilanci sarà cruciale per una convergenza ordinata

È ormai chiaro che il problema principale in vista della partecipazione alla UEM riguarderà gli ampi deficit di bilancio e, in alcuni casi, un'inflazione relativamente alta (tabella III.7). Sebbene l'obiettivo a medio termine sia quello di ridurre i disavanzi di bilancio nei due anni seguenti al disotto del tetto del 3% previsto da Maastricht, l'adesione allo SME II di paesi che presentano deficit pari al 5-6% del PIL spingerebbe le rispettive banche centrali a mantenere tassi a breve termine superiori a quelli dell'area dell'euro. Come mostra la già ricordata esperienza ungherese, il differenziale attirerebbe capitali a breve e potrebbe senz'altro aumentare la volatilità del cambio. Un fattore di particolare preoccupazione concerne le possibili conseguenze di un eventuale scostamento da tali ambiziose strategie di riduzione del deficit. Giacché i principali sottoscrittori delle nuove emissioni di debito pubblico saranno presumibilmente non residenti – data la promessa di sostenibilità a medio termine –, tale circostanza potrebbe portare a un'improvvisa inversione dei flussi di portafoglio, provocando un brusco deprezzamento della valuta.

Gli afflussi di capitale rappresenteranno una sfida per la politica monetaria

Gli afflussi di capitale potrebbero causare problemi alla politica monetaria anche nei paesi che perseguono politiche fiscali adeguate e che hanno conseguito una bassa inflazione. Innanzitutto è probabile che, in presenza di una crescita della produttività intersettoriale nell'ECO maggiore di quella dell'area dell'euro, le pressioni al rialzo sul cambio restino elevate e attraggano capitali a breve termine. Inoltre, l'alta produttività marginale del capitale continuerà a stimolare gli afflussi di IDE. Di conseguenza, le autorità monetarie di questi paesi dovranno condurre una politica molto accorta nel situare i tassi d'interesse a un livello appropriato: tassi troppo alti incoraggerebbero afflussi eccessivi di capitale a breve, mentre tassi troppo bassi porterebbero a investimenti sovrabbondanti, e quindi all'inflazione.

Politiche prudenti sono essenziali per la convergenza

Al fine di minimizzare i rischi, i paesi candidati potrebbero ritenere vantaggioso cercare di soddisfare i criteri di Maastricht all'atto della loro adesione allo SME II. Tuttavia, l'esperienza di paesi come Italia e Spagna nei primi anni novanta mostra che la convergenza può rivelarsi più difficile proprio quando sembra più a portata di mano. Per i responsabili delle politiche dei paesi dell'ECO il raggiungimento della convergenza nominale nei prossimi due o tre anni potrebbe perciò dimostrarsi più incerto di quanto sia desumibile dai dati correnti. Ciò sottolinea la necessità di perseguire costantemente politiche macroeconomiche improntate alla cautela.

Africa e Medio Oriente

Rallenta nel 2002 la crescita in Africa

Politiche fiscali e monetarie più prudenti e una modesta esposizione al commercio estero avevano permesso all'Africa di far fronte alla decelerazione economica mondiale nel 2001. Tuttavia, la crescita è rallentata lo scorso anno (tabella III.8) a causa della perdurante debolezza nell'area dell'euro (principale partner commerciale) e di diversi problemi a livello locale. Tra questi figurano le difficoltà di controllo dei deficit di bilancio e i vincoli alla crescita derivanti dall'applicazione di quote per la produzione petrolifera in Nigeria, gli ampi disavanzi pubblici e la confisca di aziende agricole nello Zimbabwe, il calo dei redditi da turismo provocato dagli attacchi terroristici, la grave siccità nel

Crescita del prodotto e inflazione in Africa e Medio Oriente								
variazioni percentuali, tassi annui								
	PIL reale				Prezzi al consumo			
	1995–2000	2001	2002	2003 ¹	1995–2000	2001	2002	2003 ¹
Africa	3,4	3,6	3,4	3,9	18,9	13,0	9,3	10,1
Magreb ²	3,1	4,1	3,3	4,4	6,4	2,6	2,2	3,3
Nigeria	3,1	2,8	0,5	6,7	20,4	18,9	12,9	15,3
Paesi CFA	4,1	3,9	3,7	3,4	4,4	4,2	3,4	3,0
Sudafrica	2,7	2,8	3,0	3,0	7,0	5,7	9,9	8,0
Medio Oriente	4,0	2,8	2,7	4,2	9,9	3,8	6,3	7,0
Arabia Saudita	1,9	1,2	0,7	3,5	0,6	-0,5	-0,6	1,0
Egitto	5,2	3,5	2,0	3,0	5,6	2,4	2,5	3,0
Iran	4,4	5,7	4,8	6,5	22,9	11,4	15,0	17,0
Israele	4,6	-0,9	-1,0	0,5	6,9	1,1	5,7	2,8

¹ Previsioni. ² Algeria, Marocco e Tunisia.
 Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; statistiche nazionali.

Tabella III.8

Nord e nel Sud del continente e l'accentuarsi degli effetti avversi derivanti dall'epidemia HIV/AIDS. Nello stesso tempo, il tasso medio d'inflazione si è situato lo scorso anno ad appena il 4½%, un livello prossimo a quello di America latina e Asia, ed è stato persino inferiore nei tre paesi del Magreb (Algeria, Marocco e Tunisia) che perseguono obiettivi in termini di aggregati monetari. Tra questi, la performance economica dell'Algeria dovrebbe migliorare nel 2003, sostenuta dalle esportazioni di petrolio e gas.

La crescita registrata nel 2002 dai paesi appartenenti alla zona del franco CFA è stata leggermente inferiore alle previsioni, in ragione di una crisi nella Côte d'Ivoire e di condizioni sfavorevoli sui mercati internazionali delle merci, che hanno avuto ricadute negative su diverse economie della regione.

Crescita inferiore alle previsioni nei paesi CFA

In Nigeria l'aumento della spesa pubblica aveva superato nel 2001 quello dei redditi petroliferi, causando un deterioramento sia della posizione di bilancio sia del saldo di conto corrente. A ciò hanno fatto seguito un deprezzamento del cambio, rincari dei prezzi e recessione. Nella seconda metà dello scorso anno il paese è stato costretto a sospendere i pagamenti del servizio del debito su crediti ufficiali bilaterali a causa delle forti riduzioni delle riserve in valuta estera.

Deterioramento dei conti in Nigeria

La Reserve Bank del Sudafrica ha contribuito a invertire gran parte del precedente deprezzamento del rand aumentando lo scorso anno in via preventiva il proprio tasso di riferimento in quattro riprese. Nondimeno, il tasso d'inflazione ha largamente superato il valore di obiettivo e le esportazioni si sono indebolite in seguito al calo della competitività. Tuttavia, il PIL è comunque riuscito a crescere del 3% nel 2002 e lo stesso ritmo di espansione è atteso per quest'anno. Ciò è dovuto in parte a una politica fiscale espansiva, resa possibile da vari anni di risanamento dei conti pubblici e di riduzione del debito. In Tanzania e Uganda il deprezzamento della moneta ha contribuito a compensare le ingenti perdite nelle ragioni di scambio dovute a repentine diminuzioni dei prezzi del caffè e di altre esportazioni tradizionali.

La politica fiscale sostiene la crescita in Sudafrica

Il deprezzamento del cambio, insieme ai prezzi stabili, ha inoltre favorito la diversificazione verso nuovi settori di esportazione, sostenuta da afflussi di IDE.

In Egitto il deprezzamento potrebbe sospingere l'inflazione

In Medio Oriente, la bassa competitività delle esportazioni egiziane, nonché il calo delle entrate da turismo e degli afflussi di capitale, hanno concorso a un deterioramento della performance di crescita del paese. Il rapido sviluppo di un mercato parallelo dei cambi ha messo in dubbio la sostenibilità dell'ancoraggio valutario, inducendo le autorità ad adottare nel gennaio 2003 un regime di cambi flessibili. Sebbene il successivo deprezzamento della lira egiziana sembri aver ripristinato la competitività esterna del paese, le prospettive restano incerte. La discesa del cambio potrebbe aumentare significativamente l'inflazione in assenza di un nuovo ancoraggio nominale per la politica monetaria. Potrebbe altresì rendersi necessaria una restrizione della politica fiscale al fine di arrestare l'aumento del debito pubblico e impedire un ulteriore declassamento del merito creditizio del paese.

I prezzi salgono in Iran ma calano in Arabia Saudita

Negli ultimi anni la crescita in Iran è aumentata e si è rafforzato il saldo corrente. Tuttavia, l'elevata inflazione (in parte collegata a un deterioramento della posizione di bilancio) resta un problema. Per contro, in Arabia Saudita i prezzi al consumo sono scesi dal 1998, nonostante l'ampio disavanzo di bilancio e un rapporto debito pubblico/PIL vicino al 100%. Sebbene le minori esportazioni petrolifere abbiano indebolito la crescita del prodotto nel 2002, il surplus di parte corrente è rimasto prossimo al 5% del PIL. Ciò ha contribuito a un ulteriore aumento delle riserve valutarie e ha permesso alle autorità di mantenere i tassi d'interesse su livelli molto bassi. Un miglioramento della crescita è previsto per il 2003, benché le prospettive continuino a dipendere in ampia misura dagli sviluppi sul mercato del greggio.

Recessione in Israele

In Israele si è aggravata la recessione iniziata con lo scoppio della bolla tecnologica, e la disoccupazione è salita a oltre il 10%. Lo squilibrio di bilancio è rimasto elevato e il deficit del conto corrente ha superato il 2% del PIL. Per contrastare lo sconfinamento dell'obiettivo di inflazione e l'accentuarsi delle aspettative inflazionistiche a seguito del deprezzamento dello shekel, la banca centrale ha aumentato il tasso di finanziamento di oltre 500 punti base. Ciò ha finito con l'arrestare la discesa del cambio e con lo stabilizzare il tasso d'inflazione. Poiché la questione della sicurezza continua a pesare sugli introiti da turismo e da esportazioni, i sondaggi presso consumatori e imprese indicano, nella migliore delle ipotesi, una debole ripresa del PIL per quest'anno.

IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

Aspetti salienti

Nel periodo sotto rassegna l'orientamento della politica monetaria nei paesi industriali è stato espansivo. Ciò è riconducibile, da un lato, alla debole ripresa nel 2002 e, dall'altro, alla minaccia di una drastica contrazione dell'attività economica in un clima di accresciuta incertezza. In particolare, le autorità hanno dovuto affrontare l'arduo compito di sostenere la spesa per consumi, contrastare gli effetti sulla domanda prodotti da fattori finanziari avversi negli ultimi mesi del 2002 e rinsaldare la fiducia in presenza di rischi di natura geopolitica agli inizi di quest'anno.

Negli Stati Uniti i perduranti effetti degli squilibri precedenti hanno continuato a incidere pesantemente sulle prospettive di una robusta ripresa. In siffatto contesto, la Riserva federale ha lasciato invariato per gran parte del periodo il tasso d'interesse obiettivo, riducendolo in una sola occasione verso la fine del 2002. Dato il permanere di timori per l'inflazione, la BCE ha mantenuto inizialmente costanti i tassi su un livello più elevato, per poi abbassarli sulla spinta di un inatteso indebolimento della crescita. Il quadro di politica economica del Giappone rappresenta un caso a sé. L'economia ha dato segni di stabilizzazione, ma le prospettive sono rimaste assai incerte. Di conseguenza, la Banca del Giappone ha continuato a perseguire e a intensificare la propria politica di allentamento quantitativo. Le condizioni sono apparse più differenziate in altri paesi industriali, dove alcune banche centrali hanno inasprito i tassi nel timore di crescenti pressioni inflazionistiche.

Sebbene le aspettative più diffuse preconizzino una ripresa della crescita in un contesto di bassa inflazione, le economie appaiono ancora esposte a una serie di squilibri. Ciò rende possibile il protrarsi del periodo di debolezza e, con esso, uno scenario in cui la deflazione potrebbe verosimilmente propagarsi al di là dei confini asiatici. Un'apposita sezione alla fine di questo capitolo affronta il problema del rischio deflativo e delle sue implicazioni per le banche centrali nelle economie industriali avanzate.

Rassegna degli sviluppi

Stati Uniti

Nel periodo in esame la Riserva federale ha mantenuto un orientamento monetario decisamente accomodante in risposta a un'economia colpita da un ristagno dell'attività, da rischi economici e geopolitici, nonché dal possibile indebolimento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

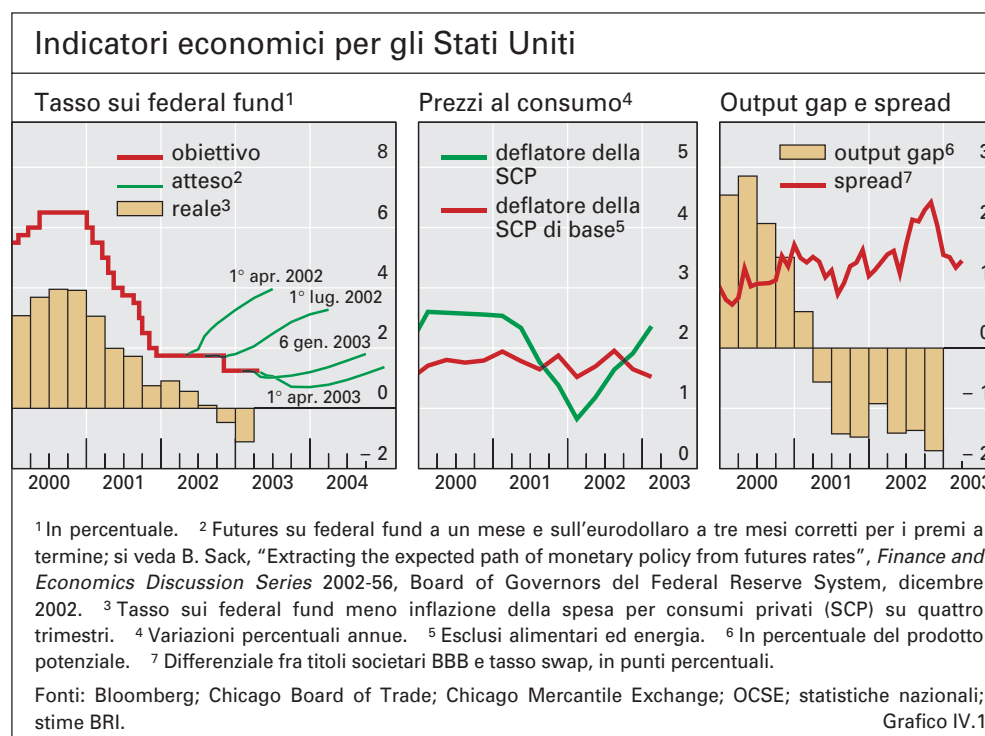
La politica
monetaria USA
resta molto
accomodante

Tuttavia, con l'evolversi delle condizioni economiche la Riserva federale ha avvertito la necessità di apportare taluni aggiustamenti al grado di condiscendenza monetaria.

Agli inizi del 2002 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha modificato la propria valutazione dei rischi, secondo cui risultavano preminenti quelli di indebolimento dell'economia, per assegnare uguale rilevanza ai rischi insiti nella dinamica del prodotto e dell'inflazione. La spesa per consumi si era dimostrata più resiliente di quanto previsto in precedenza, e il ciclo delle scorte aveva assunto una dinamica più favorevole. Con il migliorare delle prospettive e un tasso ufficiale attestato all'1,75% soltanto, i mercati si attendevano un significativo incremento a breve termine del tasso obiettivo sui federal fund (grafico IV.1). Ad agosto, il FOMC ha tuttavia corretto al ribasso le sue previsioni sia sulla solidità della ripresa sia sull'intensità delle spinte inflazionistiche, spostando nuovamente la bilancia dei rischi verso una crescita inferiore alla media. A novembre le condizioni si erano indebolite al punto da giustificare un taglio del tasso ufficiale di 50 punti base, leggermente superiore al previsto; con un'inflazione di fondo prossima al 2% su base annua, il tasso depurato della componente inflazionistica si collocava intorno al -1%, livello mai toccato dalla metà degli anni settanta.

Il clima di crescente incertezza è stato segnalato tra i principali fattori all'origine della decisione di novembre, a causa del suo effetto restrittivo sulla spesa, sulla produzione e sull'occupazione. Le preoccupazioni degli investitori per gli scandali societari e le irregolarità contabili hanno rappresentato esse stesse un insolito fattore frenante, che si è tradotto in un indebolimento dei mercati azionari e in più elevati spread creditizi (Capitolo VI). Con una mossa che non ha mancato di sorprendere, il FOMC ha affiancato alla riduzione del tasso sui federal fund l'adozione di una valutazione bilanciata dei rischi.

Il tasso sui federal fund scende ai minimi degli ultimi 40 anni



Questa concomitanza di decisioni pare aver suscitato fra gli operatori un certo disorientamento su quale fosse il reale punto di vista del Comitato circa la direzione del tasso ufficiale nel breve periodo.

Agli inizi del 2003 il tasso ufficiale è stato mantenuto inalterato nonostante l'aggravarsi delle incertezze sulle prospettive economiche a breve termine. Tuttavia, il FOMC ha temporaneamente sospeso la prassi di notificare la sua valutazione dei rischi al termine delle periodiche riunioni programmate; un comunicato stampa precisava che non potevano essere fornite utili informazioni a causa dell'eccessiva instabilità degli sviluppi. In maggio, peraltro, il Comitato ha ripristinato questa prassi, valutando come preponderanti i rischi orientati verso la debolezza. Pur considerando sostanzialmente bilanciati i rischi per il conseguimento di una crescita sostenibile nel breve periodo, il FOMC riteneva che la probabilità di un sostanziale e indesiderato calo dell'inflazione, per quanto esigua, fosse comunque maggiore di un suo aumento.

Si intensificano le incertezze, specie quelle di ordine geopolitico

Due altre importanti questioni sono state oggetto di particolare attenzione nel periodo considerato: la deflazione e l'efficacia della politica monetaria. Nell'ultimo anno non è stato possibile escludere del tutto la prospettiva, ancorché remota, di una deflazione, considerati il contesto di bassa inflazione, il perdurante sottoimpiego di risorse, la potenziale gravità degli squilibri finanziari e una ripresa ancora vulnerabile a sviluppi avversi. Esponenti della Riserva federale hanno dichiarato che, pur nell'improbabile caso di un azzeramento dei tassi d'interesse nominali, gli altri strumenti di politica monetaria sono stati ritenuti sufficienti a combattere la deflazione (si veda oltre).

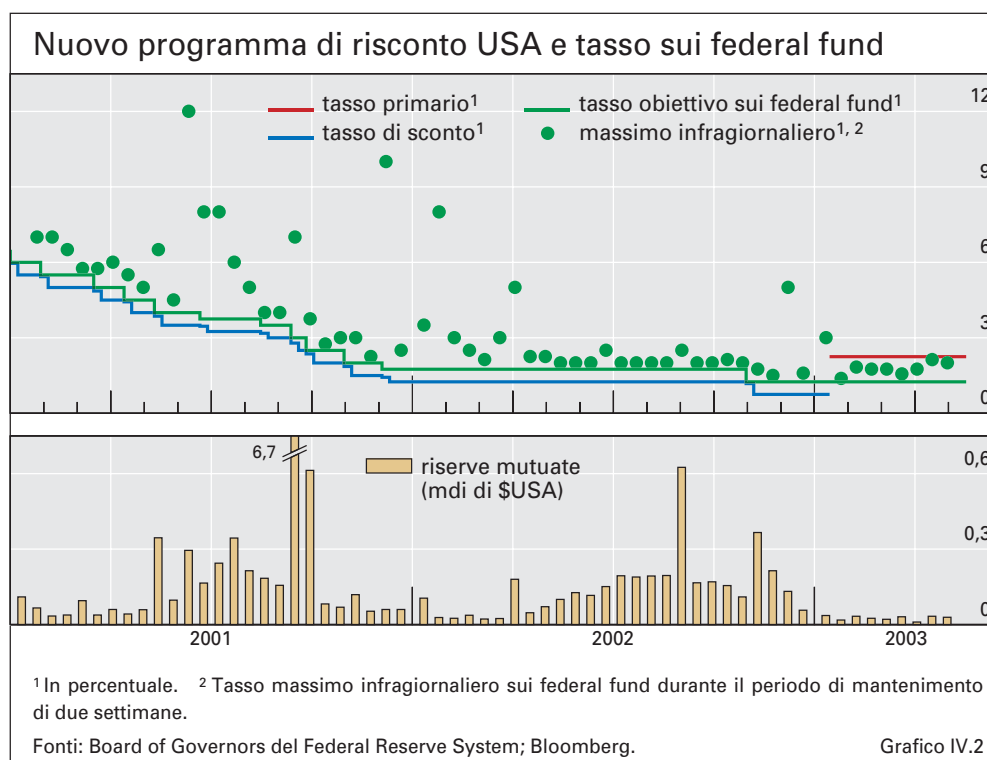
Si affrontano i timori legati alla deflazione ...

La debolezza della ripresa ha chiamato in causa la stessa efficacia della politica monetaria nelle attuali circostanze. È indubbio che l'attività in alcuni comparti, quali le spese in conto capitale e gli immobili commerciali, è stata particolarmente deludente. Anche la fiducia delle imprese e dei consumatori è sembrata piuttosto insensibile ai più bassi tassi d'interesse. Se le crescenti incertezze rappresentano una delle possibili spiegazioni, un ulteriore effetto frenante è provenuto dal ribasso dei prezzi azionari e dalla necessità di rafforzare i bilanci societari. Questi sviluppi, così come il calo del dollaro, avrebbero provocato una parziale "fuga verso la qualità", rivelatasi peraltro ordinata e gestibile (Capitolo VI). Nel complesso, il permanere di queste forze contrarie ha richiesto tassi ufficiali più bassi del consueto per determinare il grado di stimolo desiderato. Nondimeno, la politica monetaria ha avuto un effetto positivo su diversi altri settori sensibili ai tassi d'interesse, come l'edilizia residenziale, la domanda di abitazioni e i beni di consumo durevoli, specie gli autoveicoli (Capitolo II). Pertanto, l'evidenza non sembra finora segnalare sostanziali rischi di inefficacia della politica monetaria a livello aggregato.

... e il grado di efficacia della politica monetaria

Nel gennaio 2003 la Riserva federale ha adottato un nuovo meccanismo istituzionale per le sue operazioni di sconto, sostituendo gli "adjustment and extended credit programs" con una nuova facilitazione di tipo Lombard in uso presso altre importanti banche centrali. Il programma di credito primario, ora programma principale della Fed, eroga fondi su base fiduciaria a solide istituzioni di deposito a un tasso d'interesse superiore a quello obiettivo sui federal fund (grafico IV.2). Questa prassi elimina molti degli

La Riserva federale introduce una facilitazione di tipo Lombard



oneri amministrativi connessi con il programma precedente. Il tasso di rifinanziamento dovrebbe servire anche da limite massimo per la volatilità infragiornaliera del tasso sui federal fund. La ristrutturazione dello sportello di risconto non riflette un cambiamento nell'impostazione della politica monetaria, che continua a essere determinata primariamente dal tasso obiettivo sui federal fund.

Area dell'euro

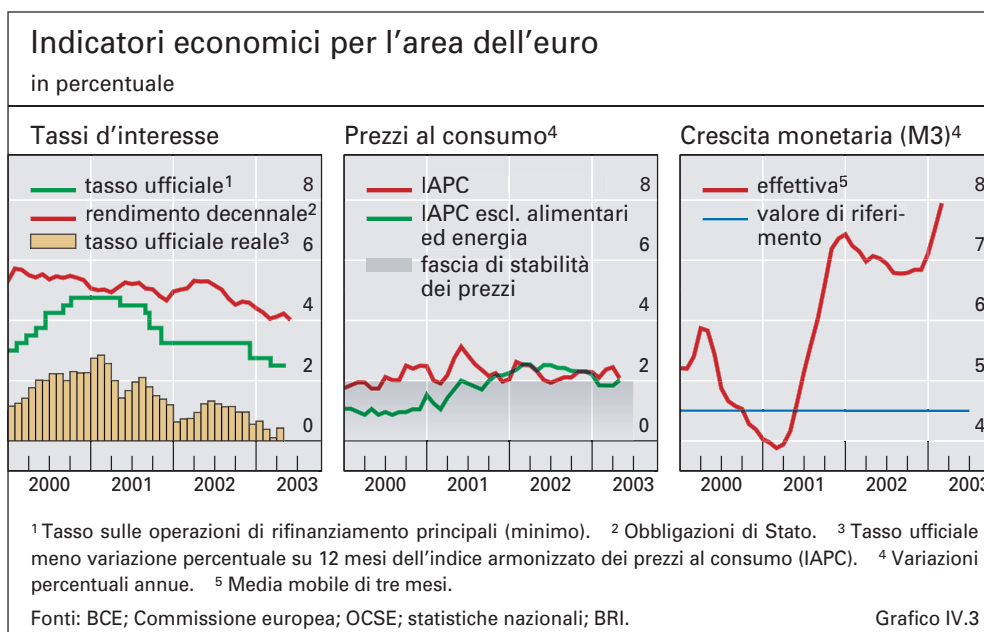
Politica monetaria cautamente espansiva nell'area dell'euro

I tassi ufficiali nell'area dell'euro sono rimasti invariati per la maggior parte del 2002 (grafico IV.3). Il contesto economico era caratterizzato da un'imprevista debolezza della crescita e da un'inflazione persistentemente elevata, mantenutasi al disopra del limite superiore della fascia di stabilità dei prezzi della BCE. Per un certo periodo, quest'ultima ha temuto in particolare l'eventualità che le aspettative inflazionistiche si stabilizzassero a tale livello.

Le pressioni inflazionistiche sono motivo di preoccupazione nella prima metà del 2002 ...

Nondimeno, nel corso dell'anno la posizione della BCE circa l'equilibrio dei rischi per la stabilità dei prezzi si è modificata. Nell'estate 2002 i rischi di inflazione erano giudicati al rialzo, considerate un'espansione monetaria costantemente elevata, la dinamica salariale e la percezione da parte del pubblico di effetti inflazionistici prodotti dal passaggio alle banconote e monete in euro. Agli inizi dell'autunno la BCE ha assunto una valutazione più neutra, anche se le tendenze monetarie e salariali rimanevano sfavorevoli e i prezzi petroliferi erano aumentati. Ai primi di novembre i rischi erano considerati decisamente al ribasso, a causa della grande incertezza sull'andamento della crescita.

In dicembre la BCE ha abbassato di 50 punti base il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, ritenendo che le pressioni inflazionistiche si



stessero allentando per effetto della debole espansione economica e della minaccia sempre più incombente di una fase recessiva. Nel frattempo la crescita della moneta M3 si manteneva ben al disopra del valore di riferimento del 4,5% fissato dalla BCE. Quest'ultima spiegava che il rapido ritmo di crescita monetaria era in gran parte influenzato da ricomposizioni dei portafogli indotte dal clima di grande incertezza circa le condizioni economiche presenti, da tensioni nel mercato finanziario e dai minori tassi d'interesse. Nondimeno, a causa del persistente scostamento della crescita della M3 dal valore di riferimento, si è posto l'interrogativo di quanto tempo ancora sarebbe stato necessario affinché la domanda di moneta in senso ampio tornasse a stabilizzarsi in misura tale da consentirne l'impiego come indicatore affidabile della politica monetaria.

Un nuovo taglio dei tassi ufficiali è stato operato agli inizi di marzo, in quanto si prevedeva un ulteriore allentamento delle pressioni inflazionistiche in presenza di una crescita ancora al disotto della media e dell'apprezzamento dell'euro. Alla luce del clima di pronunciata incertezza originata dalle tensioni geopolitiche, la BCE faceva osservare – alla stessa stregua della Riserva federale – come fosse difficile prefigurare l'equilibrio dei rischi a breve termine. Inoltre, si riteneva che la direzione e la potenziale efficacia dell'azione monetaria nel medio periodo dipendessero da altre politiche nell'area dell'euro, in particolare dall'ulteriore consolidamento fiscale e dai progressi nelle riforme dei mercati del lavoro e dei beni.

Per gran parte del periodo sotto rassegna l'orientamento della politica monetaria della BCE è stato criticato in quanto troppo restrittivo, specie nel confronto con quello della Riserva federale. È possibile che vi abbiano concorso le differenze nel meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari e nel quadro operativo, in particolare la più esplicita enfasi posta dalla BCE sul conseguimento della stabilità dei prezzi e il maggior peso attribuito agli aggregati monetari. Nello stesso tempo, anche le diverse condizioni

... ma in seguito si profilano maggiori rischi di debolezza

I tassi vengono abbassati agli inizi del 2003

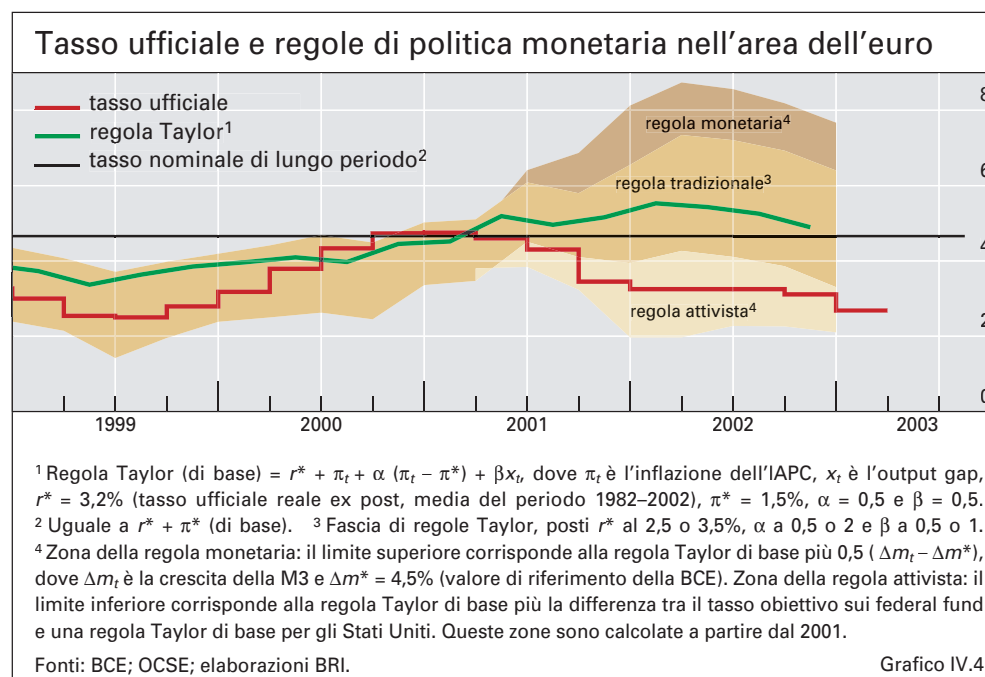
Critiche alla politica monetaria della BCE per il suo orientamento troppo restrittivo ...

economiche fra area dell'euro e Stati Uniti potrebbero aver giustificato il mantenimento di tassi relativamente più elevati.

Tuttavia, vi sono indicazioni secondo cui – tenuto conto della situazione specifica delle rispettive economie – la BCE e la Riserva federale avrebbero seguito politiche sostanzialmente concordanti. Una valutazione dell'orientamento della politica monetaria nell'area dell'euro è fornita nel grafico IV.4, che raffronta il tasso ufficiale effettivo con le fasce del suo valore implicito nelle varie regole del tipo postulato da Taylor. In base a tali misure, non solo il tasso ufficiale è inferiore al suo livello neutrale di lungo periodo, ma la politica della BCE risulta più espansiva di quanto sarebbe stato coerente con la fascia di regole Taylor tradizionali. Questa argomentazione sarebbe ancor più valida ove si fosse ritenuto opportuno far reagire la politica monetaria direttamente alla crescita della M3, oltre che all'inflazione e all'output gap. Tuttavia, così come per gli Stati Uniti, dove il tasso sui federal fund è stato del pari mantenuto al disotto dei livelli impliciti nelle regole Taylor, l'orientamento particolarmente espansivo in rapporto a queste semplici regole di riferimento potrebbe risultare giustificato da una serie di circostanze eccezionali. Fra queste vanno menzionate il precedente crollo dei corsi azionari, la situazione geopolitica e persino la possibilità di toccare la soglia zero, tutti fattori non facilmente incorporabili nelle regole tradizionali di politica monetaria.

Nel maggio 2003 la BCE ha annunciato i risultati della revisione della sua strategia di politica monetaria. Nel mantenere invariata la propria definizione di stabilità monetaria, il Consiglio direttivo precisava che era suo intendimento mantenere l'inflazione in prossimità del 2% nel medio periodo, a riprova del proprio impegno a premunirsi contro la deflazione. Inoltre, confermando l'approccio dei due pilastri, la BCE ha sottolineato che questi si riferiscono a due diversi orizzonti di politica monetaria. La valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi nel breve e nel medio periodo sarà effettuata sulla

... ma ciò contrasta con i valori di riferimento tradizionali



base di un'ampia analisi economica, comprendente l'esame degli shock che colpiscono l'economia dell'area dell'euro e le proiezioni relative alle variabili macroeconomiche fondamentali. L'analisi monetaria fungerà da strumento per valutare le tendenze dell'inflazione nel medio-lungo periodo attraverso una verifica incrociata.

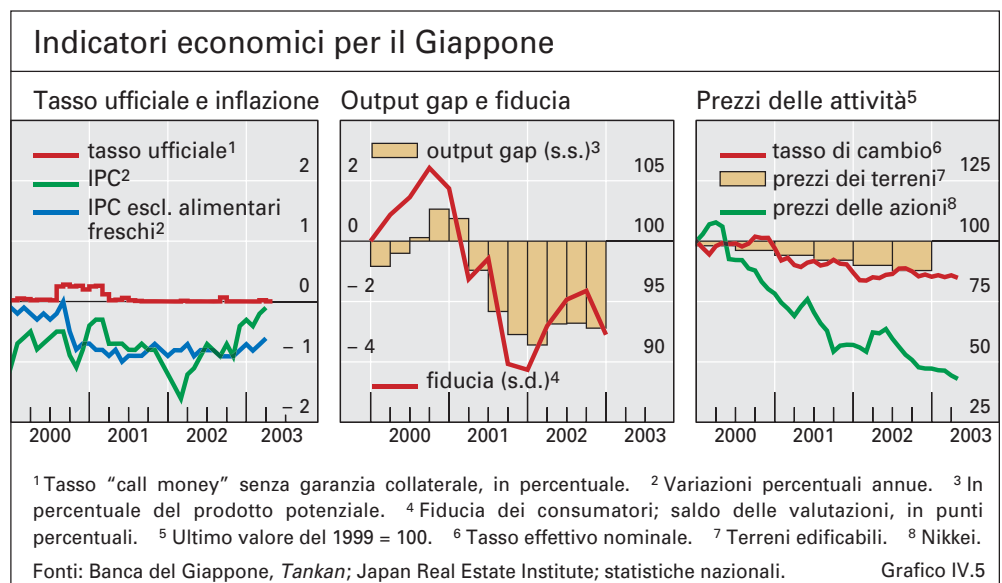
Giappone

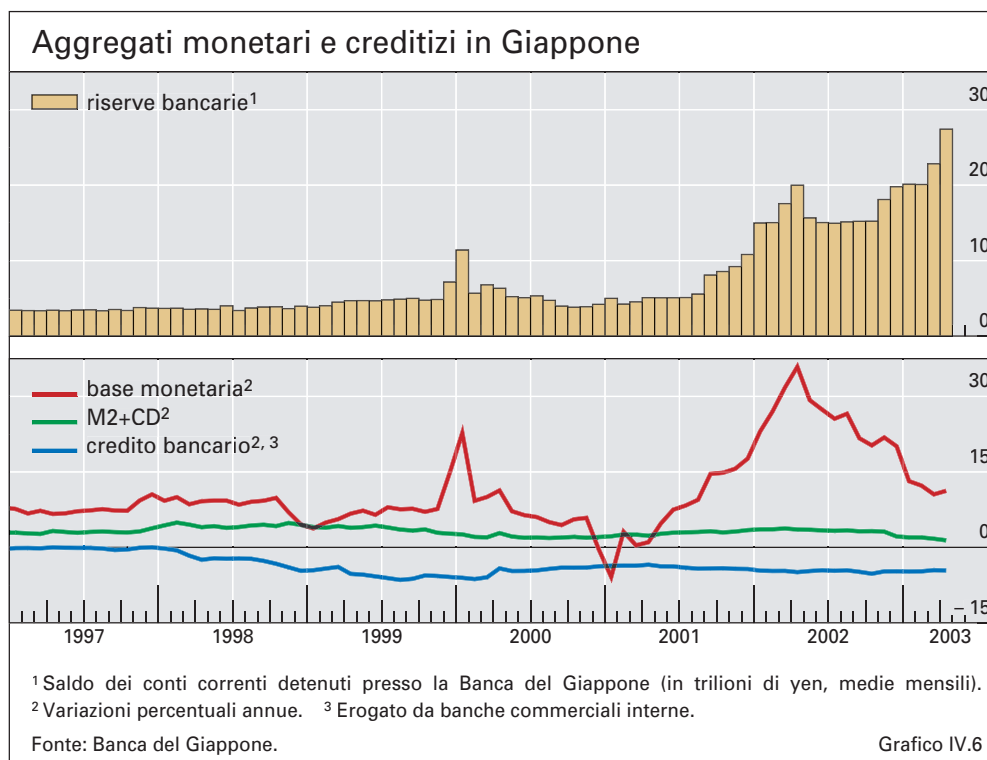
Anche nel periodo in esame l'economia nipponica ha dovuto cimentarsi con una deflazione che, quantunque moderata, ha fatto scendere l'IPC di base a poco meno dell'1% (grafico IV.5). Al tempo stesso, grazie alla spinta della domanda estera, sono emersi segni di stabilizzazione. Sullo sfondo di questi sviluppi, la Banca del Giappone ha proseguito la sua politica di allentamento quantitativo, che ha contribuito a mantenere i tassi a breve termine virtualmente ancorati allo zero. Il livello obiettivo per le riserve bancarie è stato inizialmente mantenuto a ¥10-15 trilioni, per essere poi innalzato a ¥15-20 trilioni in ottobre (grafico IV.6). La banca centrale giapponese ha inoltre accresciuto di circa il 20% i propri acquisti definitivi di titoli pubblici a lungo termine. La base monetaria è aumentata a un ritmo più lento nel secondo semestre 2002, anche se il tasso di crescita della moneta in senso ampio (M2+CD) è rimasto stabile a circa il 3%. I crediti commerciali hanno registrato un'ulteriore flessione, cui hanno contribuito la continua tendenza calante degli investimenti fissi aziendali, gli sforzi delle imprese volti a rafforzare i bilanci e le politiche di credito più restrittive poste in atto dalle istituzioni finanziarie.

Nella prima parte del 2003 la politica monetaria è stata ulteriormente allentata in risposta ai maggiori rischi per la ripresa economica derivanti dal rafforzamento dello yen nei confronti del dollaro e dalle tensioni geopolitiche. Inoltre, è proseguita la discesa dei corsi azionari e dei prezzi degli immobili commerciali e residenziali. Nel corso di una riunione straordinaria del Consiglio di amministrazione in marzo, la Banca del Giappone ha ribadito l'intenzione di fornire abbondante liquidità all'economia, anche oltre l'obiettivo basato sull'ammontare del saldo dei conti correnti. Essa ha altresì annunciato

La Banca del Giappone prosegue nell'allentamento quantitativo

Adottate nuove misure straordinarie





l'innalzamento da ¥2 a 3 trilioni dell'importo complessivo degli acquisti di azioni di banche private e ha istituito un comitato per affrontare le eventuali reazioni negative del mercato agli sviluppi della guerra in Iraq. La Banca ha ulteriormente innalzato il target per le riserve bancarie in aprile, portandolo a ¥22–27 trilioni, e di nuovo in maggio, a ¥27–30 trilioni.

Il persistere della deflazione e l'assenza di segnali immediati di un forte recupero dell'economia nipponica mettevano in discussione l'efficacia dell'allentamento quantitativo. Il piano per l'acquisto di azioni delle banche, in aggiunta ad altri provvedimenti quali la riduzione dei requisiti di garanzia, mirava a integrare il programma di allentamento quantitativo. Il ricorso a tale misura era motivato anche dal desiderio di proteggere i bilanci delle banche da un'ulteriore erosione dei corsi azionari, ma si sperava altresì che ciò contribuisse più in generale a ripristinare la fiducia nel mercato azionario. Finora gli acquisti di tali titoli si sono mantenuti entro limiti relativamente modesti. Presumibilmente, un motivo più importante alla base della decisione della Banca di acquistare azioni bancarie era quello di porre in risalto la gravità dei problemi finanziari del Giappone.

La Banca del Giappone ha continuato inoltre a essere oggetto di pressioni affinché adottasse misure ancor più drastiche per combattere la deflazione. Un'alternativa appoggiata da più parti consisteva nell'ampliare le acquisizioni di attività a rischio da parte della Banca per ricomprendervi asset-backed securities, quote di investimento immobiliare ed exchange-traded funds. In aprile, infatti, la Banca ha annunciato l'intenzione di acquistare titoli garantiti da attività e crediti a breve termine nel tentativo di incanalare fondi direttamente verso le piccole e medie imprese. Opzioni alternative comprendevano l'adozione dell'inflation targeting, sebbene la Banca si fosse già impegnata a mantenere la politica dei tassi zero e l'allentamento quantitativo finché non si

Dubbi nei confronti della politica di allentamento quantitativo ...

... mentre prosegue la richiesta di misure più radicali

fosse arrestata la flessione dei prezzi. Sono stati anche prospettati interventi per indurre un deprezzamento dello yen a integrazione delle politiche valutarie formulate dal Ministero delle Finanze. In effetti, le autorità sono intervenute a più riprese sui mercati dei cambi, specie nei primi mesi del 2003, anche se tali azioni erano dirette ad arginare l'apprezzamento dello yen nei confronti del dollaro, più che a incoraggiarne il deprezzamento.

Paesi con obiettivi di inflazione

Nel periodo in esame le banche centrali dei paesi con obiettivi di inflazione espliciti hanno generalmente mantenuto un indirizzo accomodante delle politiche monetarie. Vari fattori comuni spiegano questo orientamento complessivo, tra cui la decelerazione della domanda globale, le incertezze geopolitiche e i perduranti effetti delle precedenti flessioni degli indici azionari. Durante questo periodo sono state perseguite politiche di stimolo pur in presenza di pressioni inflazionistiche a breve termine generalmente intense o in aumento (grafico IV.7). Queste sono state attribuite, in certa misura, al rialzo dei prezzi dell'energia e ad altri sviluppi negativi dal lato dell'offerta. Nell'ipotesi che tali pressioni siano di natura transitoria e che il loro impatto sia destinato a esaurirsi nell'orizzonte temporale previsivo, i tassi d'inflazione diminuirebbero, specie se mitigati da un apprezzamento del cambio e dal ristagno dell'economia.

Gli andamenti specifici dei singoli paesi mettono in luce le altre problematiche fondamentali che le autorità hanno dovuto affrontare lo scorso anno, non ultima quella di fissare gli obiettivi di inflazione tenendo conto al tempo stesso di importanti fattori di incertezza, quali i rischi derivanti in alcuni casi dai rapidi incrementi di prezzo delle abitazioni. La Banca d'Inghilterra ha mantenuto invariato il tasso ufficiale per gran parte del periodo, in considerazione del fatto che il prodotto restava al disotto del potenziale e l'inflazione oscillava intorno al valore obiettivo del 2½%. Essa ha manifestato una certa riluttanza ad abbassare i tassi a causa delle pressioni della domanda interna e di un potenziale aumento degli squilibri nel settore delle famiglie, originati in particolare dall'esuberante mercato degli immobili residenziali. Dopo aver inasprito le condizioni monetarie agli inizi del 2002, le banche centrali di Australia, Canada e Nuova Zelanda hanno mantenuto inalterati i tassi per un certo periodo, nonostante la robusta crescita interna e il diminuito sottoimpiego di risorse, come precauzione contro i gravi rischi di un deterioramento del quadro congiunturale. L'apprezzamento del cambio e una certa moderazione delle prospettive di crescita globale hanno contribuito a mantenere l'inflazione in prossimità del limite superiore delle rispettive fasce obiettivo. Le Reserve Bank di Australia e, in minor misura, di Nuova Zelanda hanno dovuto tener conto dei potenziali problemi derivanti dal rapido aumento dei prezzi interni delle abitazioni. In Svezia la Riksbank ha mantenuto il tasso ufficiale in prossimità del 4% nel 2002. L'attenzione principale è stata rivolta, nel corso dell'anno, al rischio che l'inflazione, rimasta invariata al limite superiore della fascia obiettivo, venisse incorporata in maggiori aspettative inflazionistiche.

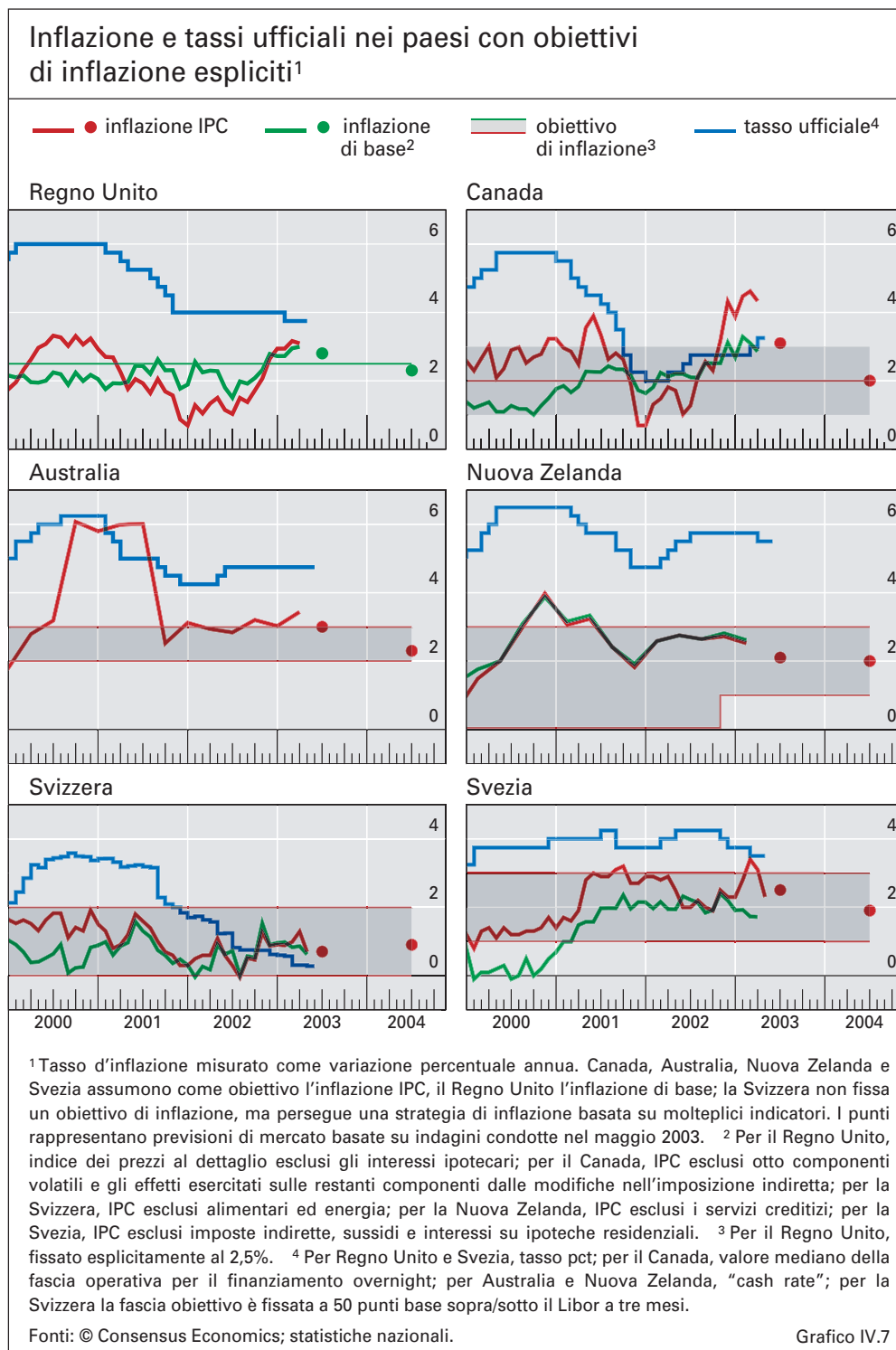
Varie banche centrali hanno ritenuto opportuno allentare la politica monetaria nel corrente anno. Fra le motivazioni figurano il peggioramento

Le politiche monetarie di stimolo sono state la norma

Tassi ufficiali generalmente stabili nell'ultima parte del 2002

Tagli dei tassi
motivati da
incertezze di natura
geopolitica

delle prospettive economiche mondiali e il calo di fiducia conseguente all'acuirsi delle incertezze alla vigilia del conflitto in Iraq. In febbraio la Banca d'Inghilterra ha ridotto di 25 punti base il tasso ufficiale, portandolo al 3,75%, il livello più basso dal 1955. La Riksbank ha parimenti abbassato di 25 punti base il tasso sulle operazioni pronti contro termine a metà marzo per cautelarsi contro potenziali sviluppi negativi. La Banca Nazionale Svizzera ha reagito all'indebolimento dell'attività internazionale riducendo i limiti inferiore



e superiore della fascia obiettivo per il Libor a tre mesi rispettivamente allo 0 e 0,75%; il tasso giornaliero effettivo si è portato ad appena lo 0,29%. Dato il ristretto margine di manovra a breve termine, le autorità elvetiche hanno anche annunciato l'intenzione di ricorrere, se necessario, a interventi sul mercato dei cambi per stimolare la domanda. La Reserve Bank della Nuova Zelanda ha tagliato di 25 punti base il tasso ufficiale, confidando maggiormente in una moderazione delle pressioni inflazionistiche. Viceversa, la perdurante dinamica ascendente dell'inflazione ha indotto la Banca del Canada a innalzare il tasso ufficiale di 50 punti base agli inizi del 2003.

La Svizzera è ormai prossima alla soglia zero

Anche nell'eventualità che la ripresa mondiale si rafforzi, le autorità monetarie dei paesi con obiettivi espliciti di inflazione dovranno comunque affrontare una serie di questioni. Anzitutto, resta da vedere se i temporanei sviluppi avversi dal lato dell'offerta intervenuti lo scorso anno – quali il rincaro del petrolio e, in alcuni paesi, l'impennata dei prezzi nel settore dei servizi – sfoceranno in un aumento dell'inflazione. In pratica, è meno probabile che questi sviluppi, quand'anche dovessero protrarsi, possano provocare un pronunciato deterioramento del quadro inflazionistico come accadde negli anni settanta. Da allora, le aspettative sono maggiormente ancorate a bassi livelli di inflazione, grazie in parte alla credibilità acquisita a duro prezzo dalle politiche antinflazionistiche. Il quadro di riferimento su cui si basa l'obiettivo di inflazione ha accresciuto la fiducia dell'opinione pubblica nell'impegno a scongiurare l'inesorabile ascesa dei tassi d'inflazione.

Potrebbero essere necessari ulteriori riequilibri settoriali

Una seconda questione riguarda la sostenibilità degli elevati prezzi degli immobili residenziali in alcuni paesi. Se i rincari delle abitazioni – come quelli registrati nel Regno Unito, in Australia e in Nuova Zelanda – dovessero risultare sostenibili, le banche centrali non dovrebbero prestarvi particolare attenzione. Se, al contrario, essi dovessero rivelarsi insostenibili, e la loro successiva correzione fosse ingente, le autorità monetarie potrebbero dover affrontare una fase di aggiustamento potenzialmente destabilizzante. In presenza di altri squilibri finanziari, una brusca contrazione della spesa potrebbe persino innescare un processo deflazionistico qualora i livelli iniziali di inflazione dei prezzi al consumo fossero già alquanto bassi.

Preoccupazioni per il prezzo degli immobili residenziali

Il rischio deflazionistico e le sue implicazioni

Il termine "deflazione" – ovvero il calo del livello generale dei prezzi – era caduto in disuso per gran parte del periodo postbellico, caratterizzato da alta inflazione, ma negli ultimi tempi esso è riaffiorato sempre più spesso nel dibattito di politica economica. Il buon esito della lotta all'inflazione ha accresciuto la probabilità che basti solo una profonda recessione a spingere in una situazione deflazionistica le economie industriali più avanzate. In effetti, tenendo conto delle distorsioni nelle misurazioni standard dei prezzi a livello aggregato, la frequenza trimestrale di una "deflazione effettiva" è aumentata sensibilmente (tabella IV.1 e Capitolo III). La recente esperienza giapponese e quella della Grande Depressione mostrano con chiarezza come un contesto apparentemente favorevole di bassa inflazione possa cedere il posto a una deflazione dirompente.

La deflazione rappresenta ormai un timore diffuso

Frequenza della deflazione effettiva, 1° trimestre 1960–4° trimestre 2002 ¹						
	1960–69	1970–79	1980–89	1990–99	2000–01	2002
Inflazione generale	13,7	3,0	7,5	11,8	22,1	28,9
Deflatore del PIL ²	8,7	2,0	5,3	15,4	32,2	34,7
Inflazione di base ³	3,5	1,6	3,4	14,7	31,3	17,9
Servizi meno abitazioni ⁴	4,0	1,3	2,2	12,2	28,6	16,1
Inflazione complessiva ⁵	27,6	7,6	23,1	35,2	25,0	57,3

¹ La frequenza della deflazione effettiva è calcolata come percentuale dei trimestri in cui l'inflazione su base annua è scesa al di sotto dell'1% per ciascun tipo di indice dei prezzi con riferimento a: Argentina, Belgio, Brasile, Canada, Cile, Cina, Colombia, Corea, Francia, Germania, Giappone, Hong Kong SAR, Indonesia, Italia, Malaysia, Messico, Paesi Bassi, Perù, Regno Unito, Singapore, Stati Uniti, Svezia, Svizzera, Taiwan (Cina), Thailandia e Venezuela. ² Esclusi Argentina, Cile, Cina, Colombia, Perù, Singapore e Venezuela. ³ Esclusi i paesi indicati nella nota 2, più Brasile, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia e Taiwan (Cina). ⁴ Esclusi i paesi indicati nella nota 2, più Hong Kong SAR, Malaysia, Taiwan (Cina) e Thailandia. ⁵ Esclusi Cina e Hong Kong SAR.

Tabella IV.1

Uno dei problemi più ardui che le banche centrali devono affrontare in una situazione deflazionistica è la soglia zero ("zero lower bound" – ZLB) dei tassi d'interesse nominali. La rilevanza della ZLB come vincolo imprescindibile dipende in ultima analisi dall'intensità della deflazione, nonché dal livello del tasso d'interesse naturale in termini reali. Quest'ultimo è correlato positivamente con il tasso di crescita potenziale del prodotto e differisce da paese a paese. Il problema principale per le banche centrali è che, se i tassi nominali a breve termine scendessero a quota zero, esse dovrebbero impiegare mezzi non convenzionali per allentare ulteriormente la politica monetaria.

Seguendo l'adagio "sperare per il meglio, ma prepararsi al peggio", questa sezione approfondisce alcuni degli insegnamenti che si possono trarre dagli episodi di deflazione del passato, con particolare riferimento al ruolo della politica monetaria e alla ZLB.

Problemi di deflazione

La deflazione è in contrasto con gli obiettivi della banca centrale

Per le banche centrali la deflazione è indesiderabile perché contrasta con il loro obiettivo di promuovere il benessere attraverso la stabilità dei prezzi. In pratica, la maggior parte delle banche centrali considera come stabilità dei prezzi un dato livello – basso, ma positivo – di inflazione. L'obiettivo della stabilità dei prezzi rispecchia i tradizionali costi economici connessi con l'inflazione in senso ascendente e con la deflazione in senso discendente, ossia le distorsioni dei prezzi relativi e le redistribuzioni arbitrarie della ricchezza. Oltre a ciò, la deflazione comporta altri costi che dipendono per lo più dalle particolari condizioni economiche che accompagnano ciascun episodio.

I costi della deflazione dipendono dalle circostanze

Da un lato, possono esservi situazioni in cui la deflazione è relativamente positiva. In un'economia con mercati del lavoro e dei beni flessibili, una deflazione modesta può comportare costi e rischi non maggiori di quelli associati a un equivalente sconfinamento dell'inflazione al di sopra del tasso desiderato dalla banca centrale. Pertanto, simili episodi deflazionistici non dovrebbero essere considerati eventi che richiedono misure eccezionali. Ad esempio, un'economia con una bassa inflazione media potrebbe sperimentare occasionalmente brevi periodi di deflazione come un fatto del tutto naturale, così come l'attività economica sperimenta le sue normali fluttuazioni cicliche

in risposta a shock dal lato della domanda e dell'offerta. Un imprevisto indebolimento della domanda può causare una decelerazione economica che determina pressioni al ribasso sull'inflazione, tali forse da creare deflazione. Alla stessa stregua, favorevoli sviluppi dal lato dell'offerta, come una rapida crescita della produttività o flessioni nei prezzi delle importazioni di beni intermedi, possono generare pressioni deflazionistiche allorché i prezzi dei prodotti scendono e i costi unitari del lavoro restano moderati. Simili deflazioni da offerta potrebbero rivelarsi le più innocue, poiché tenderebbero ad accompagnarsi a una rapida crescita del prodotto e dei prezzi delle attività reali e finanziarie.

Dall'altro lato, la deflazione può essere più pernicioso dell'inflazione a causa di vari tipi di asimmetrie economiche. In primo luogo, se i salari nominali mostrassero una particolare rigidità verso il basso, la loro mancata flessione potrebbe interferire con l'aggiustamento dei mercati del lavoro nella fase di deflazione. I salari reali aumenterebbero, rallentando così la ripresa o accentuando le forze contrattive per effetto dei crescenti tassi di disoccupazione e della più lenta espansione del reddito. In secondo luogo, la deflazione del debito – ossia, l'aumento dei costi reali di servizio a fronte dei contratti creditizi nominali dovuto alla deflazione – può esercitare un influsso frenante sulla domanda, anche se questo effetto non sarebbe di per sé diverso da quello associato a un'improvvisa disinflazione. Il conseguente deterioramento della posizione finanziaria dei mutuatari potrebbe indurli a effettuare tagli di spesa per rafforzare i bilanci. Inoltre, ciò potrebbe rendere più difficile il reperimento di finanziamenti esterni e, in casi estremi, aumentare il numero dei fallimenti e compromettere seriamente la qualità dell'attivo delle istituzioni finanziarie. In terzo luogo, la deflazione può pregiudicare l'efficacia della politica monetaria nell'imprimere stimoli all'attività economica nel momento in cui viene toccata la ZLB, poiché i tassi reali salirebbero se la deflazione dovesse aumentare. In assenza di una politica monetaria di stimolo, aumenterebbero i fattori di rischio per la crescita, e il ritmo della ripresa potrebbe rallentare.

La deflazione avrebbe conseguenze particolarmente dirompenti se fosse preceduta da un accumulo di ingenti debiti e accompagnata da brusche cadute dei prezzi delle attività. La correzione degli squilibri finanziari potrebbe persino innescare una spirale deflazionistica. In un simile scenario estremo, le ripetute tornate di deflazione del debito, le forti riduzioni nel valore delle garanzie reali e degli indici di capitalizzazione, nonché le radicate aspettative deflazionistiche potrebbero avere serie ripercussioni sul sistema finanziario, fra cui dissesti di istituzioni finanziarie e disfunzioni dei mercati. Le conseguenze potrebbero essere alquanto deleterie e includere un calo del prodotto e un aumento della disoccupazione. Un esempio rilevante di simili processi, favorito da carenti scelte di politica economica, è la Grande Depressione negli Stati Uniti.

Precedenti storici

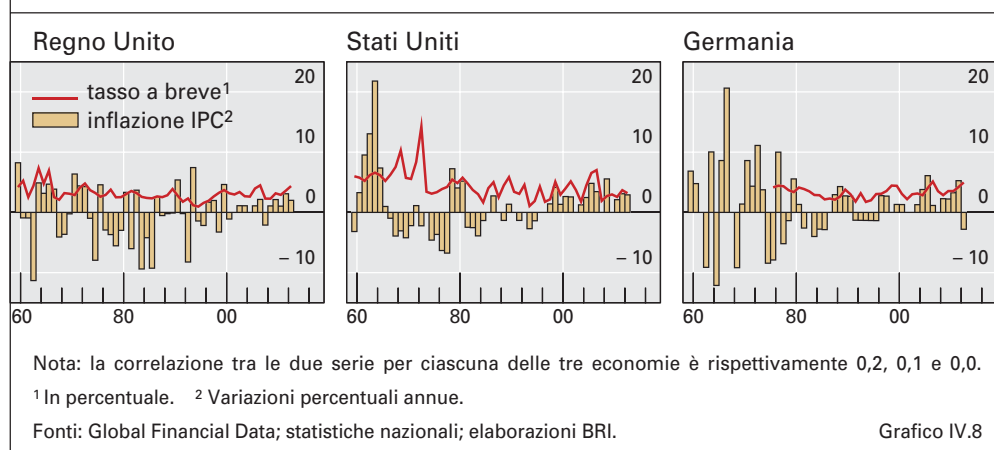
Le passate esperienze di deflazione, specie durante il XIX secolo e agli inizi del XX, mettono in luce la natura di questo fenomeno e le sfide poste alle autorità monetarie. Tali esperienze presentano varie analogie.

La caratteristica principale di quell'epoca è che la deflazione era un evento molto più comune che nella storia recente. Nel periodo 1860–1900, ad

Le deflazioni
possono essere
molto deleterie ...

... specie se
accompagnate da
flessioni dei prezzi
delle attività

Deflazione e tassi d'interesse: dinamica storica (1860–1913)



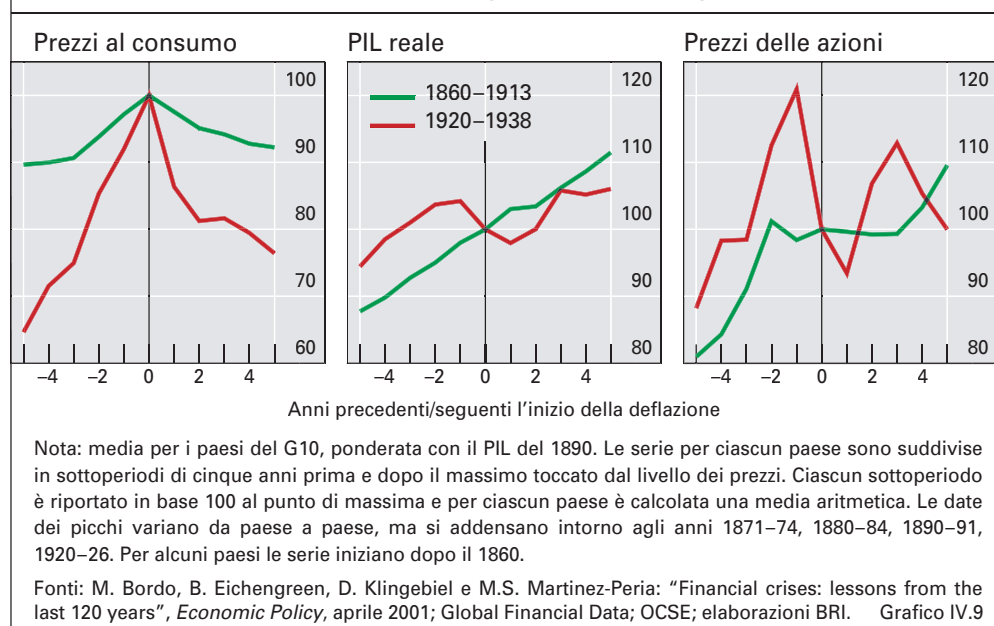
La deflazione era un fatto di normale amministrazione

esempio, essa era ricorrente quanto l'inflazione nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Germania (grafico IV.8). Tale fenomeno riflette in parte la natura stessa del sistema monetario di allora, ossia il gold standard, in base al quale il prezzo dell'oro veniva mantenuto dalle autorità nazionali a una parità fissa che di fatto vincolava il processo inflazionistico. Di conseguenza, il livello dei prezzi non poteva continuare ad aumentare, come è avvenuto nell'ultima parte del XX secolo, a meno che non vi fosse un consistente aumento delle riserve auree. Ciò comportava nel tempo un'alternanza di periodi di inflazione e deflazione, e a lungo termine i prezzi tendevano a essere relativamente stabili.

Deflazioni di modesta entità non impedivano una buona performance dell'economia

Un'altra caratteristica storica interessante è che in vari paesi la deflazione era di rado accompagnata da una manifesta decelerazione del PIL reale. In effetti, nella misura in cui i dati annui sono affidabili, il prodotto ha di norma continuato ad aumentare anche dopo che il livello dei prezzi aveva toccato il picco (grafico IV.9). I fattori che possono fornire una spiegazione di questo

Dinamiche della deflazione, del prodotto e dei prezzi azionari



andamento sono la relativa flessibilità dei salari nominali, la natura del regime monetario e le modalità di formazione delle aspettative sui prezzi (si veda oltre), nonché livelli di debito storicamente bassi. La Grande Depressione rappresenta un'eccezione di rilievo, in quanto ad essa si sono associati un forte calo del prodotto, il crollo dei prezzi delle attività e significative tensioni finanziarie. In un contesto storico più ampio, la Grande Depressione può essere vista come un periodo unico, durante il quale molti sviluppi economico-politici particolarmente sfavorevoli hanno interagito nel produrre la più grave recessione degli ultimi cent'anni.

L'evidenza storica pare anche indicare che di norma nel XIX secolo l'insorgere delle deflazioni, anche quelle di forte intensità, era largamente impreveduto. Più in generale, sembra che le aspettative di prezzo si adeguassero solo con lentezza agli sviluppi economici. Sebbene non siano disponibili evidenze empiriche per quel periodo, informazioni indirette desunte dal comportamento dei tassi d'interesse nominali sono coerenti con questo assunto. I tassi nominali a breve termine sono rimasti alquanto stabili nonostante le ampie oscillazioni nella dinamica dei prezzi (grafico IV.8); particolarmente evidente è l'andamento stabile dei tassi nominali a lungo termine. Ciò potrebbe spiegarsi con il fatto che le aspettative inflazionistiche non erano molto sensibili alla precedente dinamica dell'inflazione in quanto i dati sui prezzi non erano generalmente disponibili con tempestività, la teoria alla base degli indici aggregati dei prezzi era ancora agli albori e gli studi sulla determinazione dei tassi nominali erano arretrati o poco noti. Una spiegazione complementare potrebbe essere che le aspettative rispecchiassero semplicemente la natura del regime monetario. Poiché, come notato in precedenza, i tassi d'inflazione e deflazione erano meno persistenti all'epoca del gold standard, gli errori di previsione nel breve periodo tendevano a compensarsi nel tempo, comportando in media costi modesti.

Una quarta e forse più sorprendente caratteristica delle deflazioni del XIX secolo e degli inizi del XX è che quasi mai veniva raggiunta la ZLB. Infatti, se si esclude il periodo tra le due guerre mondiali, i tassi a breve termine si sono raramente avvicinati allo zero. Ciò era probabilmente dovuto in parte al lento adeguamento delle aspettative, ma anche alla natura del regime monetario. In particolare, durante il gold standard i tassi ufficiali (di sconto) venivano mantenuti per lo più stabili intorno a valori storici, e corretti al rialzo solo quando la parità aurea era oggetto di pressioni.

Insegnamenti tratti dall'esperienza del passato

Se inquadrata nella giusta prospettiva, l'esperienza del passato può fornire utili insegnamenti agli odierni policymaker. Un primo punto da rilevare è che, nell'attuale sistema di moneta fiduciaria, le politiche finalizzate al perseguimento di un'inflazione bassa e stabile operano in modo molto simile alle regole implicite del gold standard, nonostante le evidenti differenze tra i due sistemi. In entrambi, gli scostamenti dalla stabilità dei prezzi provocano un effetto di retroazione che vincola di fatto il comportamento dei prezzi. Tuttavia, se con il gold standard le riserve internazionali e l'oro tenderebbero naturalmente a defluire dai paesi a inflazione relativamente alta, nel sistema attuale le

L'insorgere della deflazione non era quasi mai previsto

La ZLB non era importante

La rilevanza dei regimi monetari

Episodi di deflazione nel 2002					
	Inflazione			Crescita del prodotto	
	Effettiva ¹	Prevista ^{1,2}	Errore di previsione ^{2,3}	Effettiva ¹	Errore di previsione ^{2,3}
Economie in deflazione ⁴	-0,8	1,6	-2,3	4,8	-0,8
Cina	-0,7	2,5	-3,2	8,0	-0,1
Hong Kong SAR	-3,0	2,5	-5,5	2,3	-2,5
Giappone	-0,9	0,0	-0,9	0,3	-1,6 ⁵
Singapore	-0,4	2,0	-2,4	2,2	-4,3
Taiwan, Cina	-0,1	1,8	-1,9	4,0	-1,7

¹ Variazioni percentuali annue. ² Previsioni Consensus del gennaio 2001. ³ In punti percentuali.
⁴ Ponderata con il PIL del 2000 a tassi di cambio PPA. ⁵ L'errore di previsione sarebbe in parte da ascrivere a cambiamenti nella metodologia di contabilità nazionale.

Fonti: © Consensus Economics; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella IV.2

banche centrali intervengono per modificare le condizioni monetarie interne. Un'importante differenza è che l'odierno assetto della politica monetaria consente in genere un sostanziale slittamento verso l'alto del livello dei prezzi, mentre allora le riserve auree costituivano una sorta di ancoraggio per il livello dei prezzi su orizzonti temporali lunghi.

I precedenti storici forniscono anche alcune indicazioni più specifiche sulla probabilità che si verifichi una deflazione o che venga raggiunta la ZLB, nonché sulla maggiore o minore gravità rispetto al passato dei problemi economici originati oggi dalla deflazione.

Primo, nonostante la maggiore sofisticatezza dell'analisi economica e delle capacità di previsione, la recente esperienza suggerisce di non sottovalutare il rischio che non venga pronosticato l'insorgere della deflazione. Ad esempio, il recente episodio deflazionistico in Asia era per lo più inatteso poiché una crescita più debole del previsto aveva vanificato le aspettative di incrementi positivi dei prezzi (tabella IV.2).

Secondo, sarebbe discutibile desumere dall'esperienza storica che il vincolo della ZLB sia destinato a non assumere rilevanza (grafico IV.8). Anzitutto, la politica monetaria è molto più interventista oggi di quanto non lo fosse in passato. Da un lato, ciò tende a ridurre ex ante la probabilità di un insorgere della deflazione, giacché le autorità monetarie sono ora maggiormente in grado di reagire in funzione preventiva all'evolversi degli eventi economici. Dall'altro, se l'inflazione minaccia di scendere al disotto del tasso desiderato, vi sono maggiori possibilità che le banche centrali comprimano i tassi ufficiali verso il livello zero in periodi di ristagno dell'attività economica. Ad esempio, la Banca del Giappone ha di fatto già spinto i tassi a breve fino alla ZLB e, più di recente, la Banca Nazionale Svizzera ha abbassato il suo tasso ufficiale in prossimità dello zero.

Terzo, le aspettative sembrano ora più sensibili agli sviluppi economici, come è riflesso nei dati storici dalla più elevata correlazione nel tempo tra inflazione e tassi d'interesse nominali. Nella misura in cui ciò dipende da una maggiore disponibilità di informazioni, aumenta il rischio che, con l'inizio di

I rischi di una deflazione non prevista

L'importanza della ZLB potrebbe oggi essere maggiore

La formazione delle aspettative svolge un ruolo centrale

una fase deflazionistica, si consolidino più facilmente aspettative di ulteriori flessioni dei prezzi. A fortiori è quindi importante che le attuali strategie di politica monetaria siano credibili nel perseguire un'inflazione bassa e stabile, mitigando in tal modo la reattività delle aspettative a movimenti indesiderati dei prezzi a breve termine. Il gold standard, soprattutto al culmine del suo fulgore tra il 1880 e il 1913, ha svolto il ruolo di ancora monetaria. Una questione fondamentale che si pone oggi è se la credibilità dei sistemi formali o informali di inflation targeting eserciti un effetto parimenti stabilizzante.

Quarto, la rigidità verso il basso dei salari nominali è più diffusa oggi che in passato, essendo notevolmente mutate nei secoli le prassi del mercato del lavoro. Fra i cambiamenti intervenuti si possono annoverare il maggior grado di sindacalizzazione, più generosi sussidi di disoccupazione e l'accresciuta tutela dei diritti dei lavoratori. Presumibilmente, questi fattori tendono ad aumentare la rigidità dei salari nominali. Inoltre, il retaggio dei periodi di alta inflazione negli anni settanta e ottanta potrebbe aver accresciuto la riluttanza dei lavoratori ad accettare tagli delle retribuzioni nominali. La concomitanza di una maggiore reattività delle aspettative agli sviluppi economici e una minore flessibilità dei salari nominali induce a ritenere che le deflazioni associate a una scarsa domanda potrebbero essere per certi aspetti più deleterie di quelle registrate un secolo fa. Ad esempio, la recente esperienza di Hong Kong illustra come, in un contesto di perdurante deflazione e di crescente disoccupazione, i salari nominali abbiano mostrato una flessibilità minore di quanto ci si potesse attendere.

Da ultimo, i mercati finanziari hanno senza dubbio subito sostanziali trasformazioni dalla fine del XIX secolo. Queste potrebbero aver rafforzato la loro resistenza a pressioni deflazionistiche. Ad esempio, i sistemi di gestione del rischio sono divenuti notevolmente più sofisticati, e vi sono stati significativi miglioramenti negli assetti prudenziali (Capitolo VII). D'altra parte, gli odierni indici di leva finanziaria, più elevati di quelli del lontano passato, potrebbero aver accresciuto l'esposizione al rischio di una deflazione del debito.

Come fronteggiare la deflazione

La deflazione pone le autorità monetarie di fronte a sfide specifiche, in gran parte dovute alla presenza della ZLB. Quando tale soglia viene raggiunta, le banche centrali devono ricorrere a strumenti alternativi nel tentativo di stimolare la domanda. Ciò solleva tre interrogativi. Primo, quali sono le migliori strategie di politica monetaria per fronteggiare il rischio di deflazione? Secondo, quale dovrebbe essere la risposta delle banche centrali quando si è calati in un contesto deflazionistico? Terzo, e più in generale, le recenti esperienze deflazionistiche, in particolare quella giapponese, indicano la necessità di adattare gli obiettivi e le strategie attuali di politica monetaria? I paragrafi che seguono affrontano tali questioni.

Azioni per evitare la deflazione

Poiché la ZLB impone un'asimmetria nei movimenti dei tassi d'interesse, è stato suggerito che anche la politica monetaria dovrebbe essere condotta in modo asimmetrico allorché l'inflazione si approssima allo zero. Ossia, in

Oggi le deflazioni potrebbero essere più destabilizzanti a causa della maggiore rigidità dei salari nominali

Potrebbe essere aumentata la resilienza dei sistemi finanziari

La ZLB richiede un allentamento aggressivo

presenza di un rallentamento dell'attività economica e di bassi livelli di inflazione, i tassi d'interesse dovrebbero essere ridotti in misura maggiore e più rapidamente di quanto sarebbe la norma. Una simile impostazione mirerebbe a contenere fin dall'inizio il rischio di un radicarsi della deflazione. Inoltre, i tassi ufficiali potrebbero essere mantenuti a livelli molto bassi fin quando non emergano chiari segni che la domanda si è rinvigorita e l'inflazione ha iniziato a crescere. In certa misura, questo scenario ricalca la condotta seguita dalla Riserva federale nel ridurre rapidamente il tasso obiettivo sui federal fund nel 2001 e nel continuare a mantenerlo basso ancora nel 2003. Durante questo periodo anche altri paesi hanno adottato o mantenuto politiche assai espansive.

Al tempo stesso, un potenziale rischio delle drastiche riduzioni dei tassi ufficiali è che queste possano, in determinate circostanze, pregiudicare il clima di fiducia. Ciò potrebbe avvenire qualora il pubblico interpreti tali manovre come segnali negativi sulle prospettive dell'economia, oppure nutra il timore che la banca centrale finisca col trovarsi "a corto di munizioni". In entrambi i casi, le dichiarazioni dei policymaker svolgerebbero un ruolo importante nella formazione delle aspettative circa gli orientamenti delle politiche e la loro valutazione delle condizioni economiche. La comunicazione di tali orientamenti potrebbe avere un influsso sull'economia che va ben al di là degli effetti prodotti direttamente dalla mera manovra dei tassi.

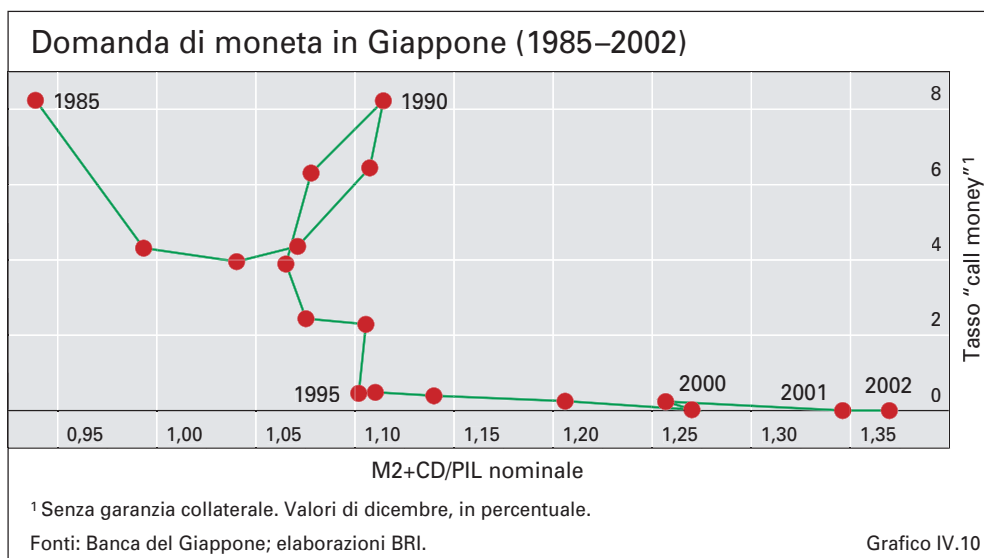
A seconda delle circostanze in cui si sviluppano le forze deflative, potrebbe sopraggiungere un'ulteriore complicazione. In particolare, l'esperienza storica insegna come – dato un basso livello iniziale di inflazione – la correzione degli squilibri finanziari possa rappresentare un'insidiosa fonte di pressioni deflazionistiche. Tuttavia, tali squilibri potrebbero essere prevalentemente concentrati in determinati settori o categorie di attività, e reagire con tempi e gradi di sensibilità diversi alle manovre di politica monetaria. In tal caso, la riduzione del tasso ufficiale per contrastare influssi negativi provenienti da un settore può contribuire ad accentuare gli squilibri in altri. Con l'andar del tempo, ciò potrebbe porre la banca centrale di fronte a una delicata scelta antitetica nel momento di fissare il tasso ufficiale.

Azioni per combattere la deflazione

Per porre fine alla deflazione possono rendersi necessarie misure non convenzionali ...

Per porre fine alla deflazione può rendersi necessaria una serie di azioni di politica monetaria diverse da quelle impiegate al solo scopo di evitarne l'insorgere. Finché non viene raggiunta la ZLB, la banca centrale può ricorrere a strumenti convenzionali per influenzare la domanda attraverso i consueti canali di trasmissione. Tuttavia, quando tale soglia diviene un limite vincolante, è necessario ricorrere a procedure alternative. In questo caso, fra gli interventi ipotizzabili vi sono massicce iniezioni di liquidità, i tentativi di influenzare più direttamente i prezzi relativi di determinate attività, azioni volte a modificare le aspettative inflazionistiche con altri mezzi, l'eliminazione degli ostacoli al meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari e l'amplificazione delle risposte di politica monetaria mediante altre politiche macroeconomiche.

L'offerta di liquidità rappresenta la tradizionale risposta monetarista. Una volta raggiunta la soglia zero, si tratta di immettere nel sistema bancario



riserve in misura decisamente superiore alla norma, così come attuato dalla Banca del Giappone nel quadro della politica di allentamento quantitativo. Tuttavia, la volontà delle banche e del pubblico di detenere saldi liquidi inutilizzati può vanificare l'effetto di stimolo derivante dall'espansione della liquidità, come pare essere avvenuto di recente in Giappone (grafico IV.10). L'efficacia di questa strategia può essere parimenti compromessa dalla composizione degli strumenti debitori che la banca centrale decide di acquistare per immettere liquidità. Se i titoli di debito altamente liquidi sono buoni surrogati della moneta – il che sembrerebbe confermato in particolare quando opera il vincolo della soglia zero –, il loro acquisto da parte delle banche centrali si limiterebbe a sostituire una forma di moneta con un'altra, producendo un impatto complessivamente modesto sull'offerta netta di liquidità.

... come massicce iniezioni di liquidità ...

Un secondo metodo a disposizione della banca centrale consiste nel tentare di influenzare direttamente i prezzi delle attività. Anche quando il tasso ufficiale a breve termine è al livello zero, la fissazione di obiettivi per l'acquisizione di determinate attività – come titoli a lungo termine esenti da rischio, obbligazioni societarie, azioni e beni immobili – può avere effetti di domanda diretti sul loro prezzo relativo. Oltre a influire sulla ricchezza, i più alti prezzi delle attività accrescono il valore delle garanzie reali, contribuendo a compensare le restrizioni creditizie. In casi estremi, potrebbe essere auspicabile cercare di ancorare taluni corsi, come il tasso di cambio. In effetti, nel periodo tra le due guerre molti paesi si sono sottratti alla deflazione attraverso la svalutazione della moneta. Ciò ha consentito di attenuare le turbative economiche connesse con le deflazioni causate dal ripristino del gold standard alle parità prevalenti alla vigilia della prima guerra mondiale. Ovviamente, una modifica del valore della moneta coinvolge altri paesi e, pertanto, la sua attuabilità dipende anche dalle condizioni economiche esterne.

... una modifica dei prezzi relativi delle attività ...

L'acquisto di attività rischiose – sia esso destinato a iniettare liquidità con mezzi non convenzionali o a innalzare i prezzi – solleva problemi di politica economica con cui le istituzioni pubbliche devono misurarsi. Per essere

efficaci, queste acquisizioni dovrebbero probabilmente essere effettuate su vasta scala. Ciò facendo, tuttavia, tali istituzioni finirebbero col detenere una quota significativa di risorse produttive dell'economia, con conseguenze potenzialmente indesiderabili in termini di governo aziendale e, in definitiva, di efficienza economica. Oltre a ciò, si pone il quesito se sia proprio la banca centrale a dover effettuare tali transazioni. In particolare, potrebbe essere chiamata in causa la sua stessa indipendenza qualora tali acquisti causassero ingenti perdite in bilancio, e dovessero richiedere una ricapitalizzazione da parte dello Stato.

... il cambiamento delle aspettative inflazionistiche ...

Per allentare le pressioni deflazionistiche le banche centrali possono altresì cercare di modificare le aspettative sui prezzi, e ciò in due modi. Primo, annunciando che verrà immessa abbondante liquidità; secondo, ribadendo la propria finalità di conseguire un tasso positivo d'inflazione e introducendo, se non ancora operante, un esplicito obiettivo al riguardo. Per esempio, è stata proposta l'adozione da parte della Banca del Giappone di uno schema formale di inflation targeting. Resta comunque il dubbio se questa iniziativa possa bastare, da sola, ad arrestare la deflazione. Un importante vantaggio degli obiettivi di inflazione risiede nel modo in cui essi influenzano le aspettative del pubblico; tuttavia, in mancanza di altre energiche misure a sostegno di un siffatto mutamento, è poco probabile che la strategia complessiva risulti credibile.

... e altre politiche macroeconomiche

Per tutte le ragioni fin qui esposte, la lotta alla deflazione potrebbe rendere necessarie politiche di sostegno di altro tipo, che richiedono a loro volta iniziative che esulano dal ruolo della banca centrale. Ne è un esempio la rimozione degli ostacoli che si frappongono al meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Indebitamento eccessivo delle società, restrizioni creditizie, valutazioni di accentuata rischiosità, maggiore avversione al rischio sono tutti fattori che hanno inciso in varia misura sulle gravi deflazioni del passato. Contrastare tali fattori rappresenta un importante passo avanti verso la reflazione dell'economia. Lo dimostra l'allentamento della stretta creditizia durante la Grande Depressione negli Stati Uniti, ottenuto in primo luogo attraverso la stabilizzazione del settore bancario, o ancora l'alleggerimento su vasta scala dei bilanci societari, che fu reso possibile dalla sospensione delle clausole legali di indicizzazione all'oro nei contratti obbligazionari. Più di recente, il recupero relativamente rapido della Corea dopo la crisi asiatica del 1997 è indicativo di quanto efficace possa rivelarsi la cancellazione dei crediti bancari in sofferenza. In modo speculare, le cattive condizioni in cui tuttora versano i bilanci bancari e societari in Giappone sono un monito a non dimenticare che questi problemi, se lasciati irrisolti, rischiano di prolungare la crescita al disotto del potenziale e la deflazione. Anche le politiche di bilancio in funzione anticiclica, quali ad esempio manovre espansive dal lato della spesa pubblica e provvedimenti fiscali, possono rivelarsi efficaci per rinvigorire l'attività economica e contrastare quindi le spinte deflazionistiche (Capitolo II).

È probabile che le azioni coordinate di organi ufficiali vengano giudicate più credibili e ottengano una maggiore considerazione da parte del pubblico. Ciò potrebbe consentire all'autorità monetaria di potenziare le proprie risorse

ottimizzando la sequenza degli interventi monetari, fiscali e prudenziali. Un simile approccio potrebbe offrire il vantaggio di una più efficace combinazione delle politiche di stimolo, relegando a un ruolo di riserva le opzioni di politica monetaria meno attraenti.

Possibili affinamenti del quadro operativo della politica monetaria

Dall'analisi precedente si evince che i costi economici della deflazione possono essere rilevanti e che, in talune circostanze, potrebbe risultare compromessa l'efficacia delle leve di politica monetaria. La misura in cui ciò giustifichi un perfezionamento dell'attuale quadro operativo dipende dalle caratteristiche specifiche di ciascun regime monetario e dalle strutture economiche in cui questo si trova a operare. Inoltre, la valutazione dei relativi trade-off per la politica monetaria dipende anche da fattori di ordine più generale tra cui, non ultimo, il tipo di mandato conferito a ciascuna banca centrale. Nondimeno, si possono prendere in considerazione alcune possibilità.

La prima consisterebbe nell'istituzionalizzare una manovra di allentamento più rapida e più ampia del normale allorché aumenta il rischio di deflazione. Ad esempio, le banche centrali con obiettivi espliciti di inflazione potrebbero introdurre fasce obiettivo asimmetriche, con una soglia inferiore più vicina al tasso d'inflazione prefissato rispetto a quella superiore. Di conseguenza, per scongiurare l'eventualità che si scenda più velocemente al limite minimo, un calo dell'inflazione al disotto dell'obiettivo solleciterebbe una reazione più incisiva che non un analogo aumento al disopra di tale livello.

Fasce obiettivo
asimmetriche per
l'inflazione

Una seconda alternativa potrebbe essere quella di innalzare l'obiettivo di inflazione. Indubbiamente, le banche centrali dovrebbero soppesare i costi di un tasso d'inflazione in media più alto con quelli di una maggiore incidenza della deflazione ponendo un obiettivo più basso. I primi, inoltre, sarebbero di natura permanente, mentre i secondi si presenterebbero solo occasionalmente.

Obiettivi di
inflazione

Una modifica più sostanziale degli attuali assetti di politica monetaria consisterebbe nell'adottare un obiettivo in termini di livello dei prezzi, eventualmente con una tendenza ascendente. In base a tale schema, allorché il livello dei prezzi scende al disotto di quello fissato come obiettivo, l'autorità monetaria dovrebbe attuare una manovra di allentamento così come avviene per il target dell'inflazione. Il principale vantaggio di questa alternativa risiede nel fatto che, all'aumentare del divario tra livelli effettivo e programmato dei prezzi, ci si attenderebbe che vengano poste in atto manovre di politica monetaria sempre più aggressive. Rispetto al sistema basato su obiettivi di inflazione, la banca centrale sarebbe disposta ad accettare temporaneamente un tasso d'inflazione più alto finché l'indice dei prezzi non risale al livello obiettivo. In un simile contesto, sarebbe maggiore la probabilità che le aspettative di deflazione cedano il passo ad aspettative di inflazione, quantomeno in un arco di breve periodo. Tale sistema fornirebbe un'ancora al livello dei prezzi simile, per certi aspetti, al meccanismo del gold standard. Benché il targeting del livello dei prezzi si presenti come un cambiamento radicale rispetto alle prassi attuali, in realtà lo si potrebbe equiparare alla semplice fissazione di un obiettivo per il tasso medio d'inflazione su un lungo orizzonte temporale, che tenga conto di precedenti scostamenti dal valore assunto come obiettivo.

Targeting flessibile
in termini di livello
dei prezzi

Al contrario, le prassi attuali non considerano in genere le deviazioni passate. Tuttavia, le differenze tra tale sistema e gli schemi esistenti possono comportare difficoltà nella comunicazione con l'opinione pubblica.

Maggiore enfasi
sulla stabilità
finanziaria

Un'ulteriore alternativa potrebbe essere una modifica del quadro operativo esistente che ponga maggiore enfasi sulla stabilità finanziaria. L'esperienza storica sia recente sia più remota indica che gli episodi di grave deflazione sono di norma accompagnati da altrettanto gravi tensioni finanziarie. Anche in un contesto favorevole gli squilibri finanziari tendono ad accumularsi; la consapevolezza di ciò potrebbe contribuire a ridurre la probabilità e l'intensità di una loro successiva correzione destabilizzante, limitando a sua volta i rischi di crisi finanziarie e di deflazione. In pratica, una simile modifica non richiede una ridefinizione degli obiettivi di politica monetaria, bensì un parziale affinamento delle modalità con cui tali obiettivi vengono perseguiti. Anzitutto, le banche centrali potrebbero adottare orizzonti temporali più lunghi dei tradizionali uno o due anni, riconoscendo che i processi in questione tendono a protrarsi nel tempo. In secondo luogo, nel ponderare i rischi si potrebbe attribuire maggior peso alla possibilità di evitare le conseguenze più indesiderate, come una prolungata deflazione.

Limiti della politica
monetaria

Infine, si dovrebbe riconoscere che sussistono limiti all'efficacia della politica monetaria. L'esperienza giapponese, in particolare, ha messo in luce interazioni potenzialmente importanti tra le politiche monetaria, di bilancio e prudenziale. Di fronte a questa eventualità, è probabile che le banche centrali – di concerto con le autorità fiscali e di vigilanza – desiderino analizzare sistematicamente la gamma di opzioni disponibili per fronteggiare le forze deflazionistiche con largo anticipo sul loro effettivo manifestarsi. Nella misura in cui vi è coordinamento delle politiche tra istituzioni distinte, potrebbe venir posta la questione dell'indipendenza della banca centrale. Si tratta peraltro di un rischio che potrebbe valer la pena di correre se la ricerca di tali opzioni contribuisse a ispirare fiducia nella capacità della banca centrale, e dei responsabili delle politiche nel loro insieme, di combattere la deflazione.

V. Gli andamenti nei mercati dei cambi

Aspetti salienti

Nel 2002 e agli inizi del 2003 i principali mercati valutari sono stati caratterizzati dalla flessione del dollaro USA. La moneta statunitense si è deprezzata soprattutto nei confronti dell'euro e – in minor misura – dello yen, ma con l'andare del tempo ha perso terreno anche rispetto a un numero sempre maggiore di altre valute. I differenziali di tasso d'interesse sembrano essere stati ancora una volta importanti fattori all'origine dei movimenti del cambio, in un contesto di deludenti prospettive economiche e di persistente caduta dei corsi azionari. A dominare la scena sono stati anche il crescente disavanzo corrente negli USA e la diversa composizione del suo finanziamento, segnalando un maggior premio di rischio sulle attività statunitensi.

Da un esame empirico delle principali correzioni del conto corrente intervenute in numerosi paesi industriali dal 1973, si evince che esse si sono accompagnate a una più lenta crescita interna, ma a deprezzamenti del cambio solo relativamente modesti. Per contro, nel particolare episodio che ha interessato gli Stati Uniti nella seconda metà degli anni ottanta, l'indebolimento del dollaro ha svolto un ruolo di riequilibrio molto più rilevante. Rispetto agli anni ottanta, tuttavia, le condizioni dell'economia mondiale sono ora notevolmente diverse. Ciò implicherebbe che, mentre sembra essere ancora probabile un sensibile aggiustamento degli squilibri di parte corrente, un'analoga correzione del dollaro non appare prevedibile con la stessa certezza.

Alcune divise europee non appartenenti alla UEM e i dollari australiano, canadese e neozelandese hanno tratto vigore dai differenziali d'interesse sulle attività denominate in dollari USA o in euro. Il loro apprezzamento, tuttavia, è riconducibile anche ai risultati relativamente favorevoli delle rispettive economie. Un'eccezione di rilievo a questo nesso tra forza della moneta e vantaggio di rendimento è costituita dal franco svizzero, i cui progressi tra il gennaio 2002 e il marzo 2003 hanno rispecchiato soprattutto il ruolo di approdo sicuro offerto dalla valuta elvetica.

Nel periodo in esame la "caccia al rendimento" da parte di investitori internazionali ha sostenuto altresì alcune valute di mercati emergenti, sulle quali tuttavia hanno influito in misura considerevole anche le prospettive economiche mondiali e vari fattori interni.

Dollaro, euro e yen

Nel periodo sotto rassegna il dollaro ha subito un calo pronunciato rispetto sia all'euro sia, in misura minore, allo yen. La moneta USA si è deprezzata notevolmente anche in termini effettivi. Tale debolezza sembra principalmente

dovuta alla ricomposizione dei flussi di capitale verso attività a reddito fisso più sicure e al conseguente riproporsi dei differenziali d'interesse come determinante dei movimenti finanziari internazionali. Sul dollaro hanno inoltre pesato i timori per il sempre maggior deficit di parte corrente della bilancia dei pagamenti americana. A differenza dei passati episodi di accresciuta incertezza, ma analogamente a quanto avvenuto in occasione della precedente guerra del Golfo, la valuta statunitense non ha svolto il ruolo di moneta rifugio.

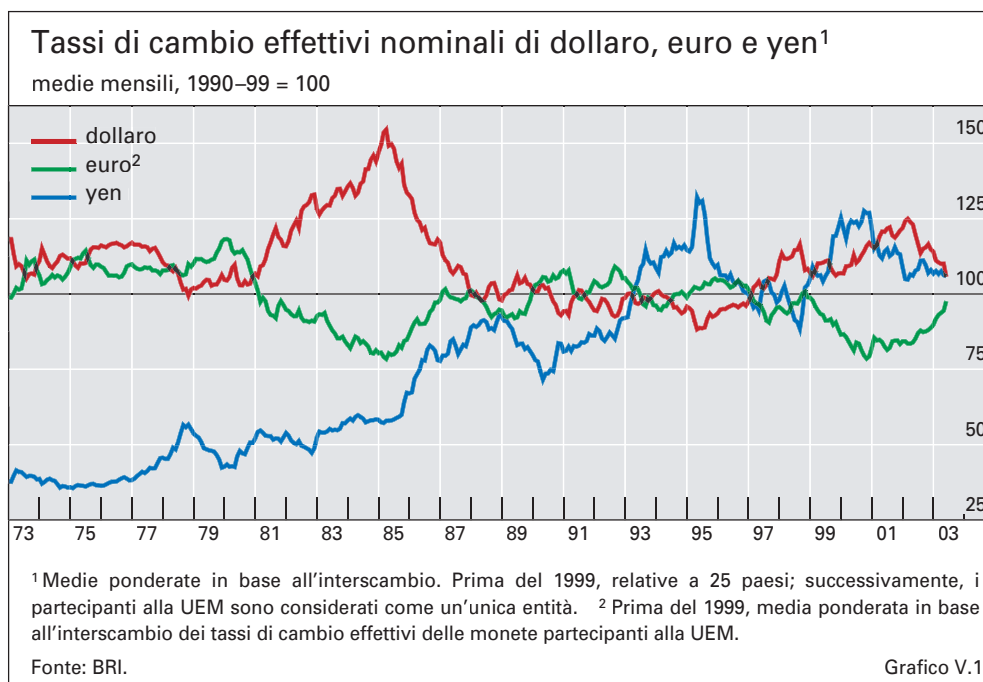
Andamenti principali

Calo generalizzato del dollaro

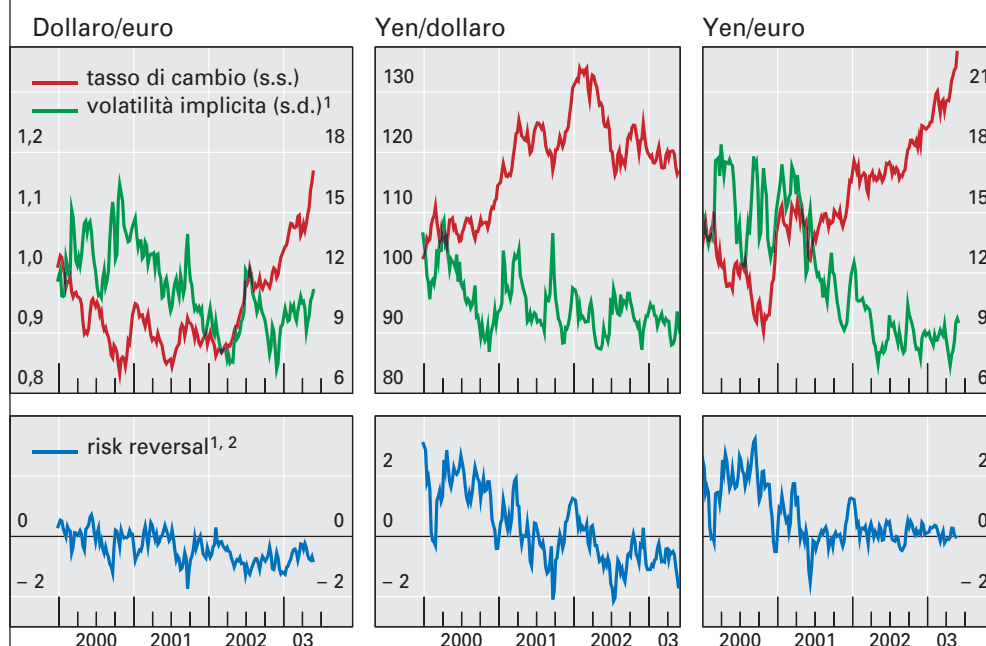
Dopo una lunga fase di crescita generalizzata, il dollaro ha toccato un massimo alla fine di gennaio 2002, e da aprile ha iniziato a perdere terreno nei confronti di numerose monete in coincidenza con il diffuso peggioramento del clima di fiducia sui mercati finanziari USA (Capitolo VI). Tra gennaio 2002 e metà maggio 2003, quando ha toccato i minimi, la valuta statunitense si è deprezzata di circa il 16% in termini effettivi nominali (grafico V.1).

La correzione del dollaro è stata particolarmente significativa rispetto all'euro, che ha guadagnato il 30%, da \$0,86–0,89 agli inizi del 2002 a oltre \$1,15 a metà maggio 2003, il livello massimo degli ultimi quattro anni (grafico V.2). Nel periodo sotto rassegna la moneta europea è salita di circa il 15% in termini effettivi nominali, evidenziando una chiara ripresa rispetto alla tendenza flettente del periodo 1999–2000.

Il dollaro si è indebolito – benché in misura inferiore – anche sullo yen, scendendo da oltre ¥134 agli inizi del 2002 a meno di ¥117 nel maggio 2003. L'ascesa dello yen ha spinto le autorità monetarie giapponesi a intervenire in più occasioni. Per contro, la moneta nipponica ha continuato ad arretrare nei confronti dell'euro per attestarsi, a metà maggio, a quota ¥135, dal livello iniziale di ¥115–119. In termini effettivi nominali, il tasso di cambio dello yen è



Tassi di cambio, volatilità implicita e risk reversal di dollaro, euro e yen



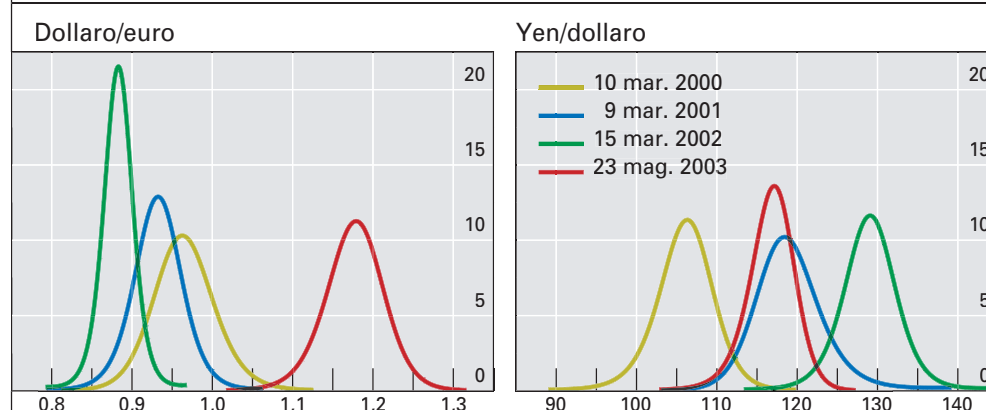
¹ A un mese, in percentuale. ² Un valore positivo indica, nei diagrammi di sinistra e centrale, un'asimmetria delle aspettative verso un rafforzamento del dollaro e, nel diagramma di destra, verso un apprezzamento dell'euro.

Fonti: Dresdner Kleinwort Wasserstein Research; Reuters; elaborazioni BRI.

Grafico V.2

rimasto complessivamente invariato nell'anno in esame. Benché ancora forte se rapportata ai valori storici, la divisa giapponese aveva tuttavia perso alla fine del periodo il 19% rispetto al recente picco dell'ultima parte del 2000.

Distribuzioni di probabilità del cambio del dollaro rispetto all'euro e allo yen¹



¹ Le distribuzioni di probabilità nell'ipotesi di neutralità al rischio sono stimate utilizzando le quotazioni indicative di un market-maker di Londra su tre strumenti derivati: volatilità implicita at the money, risk reversal e strangle. La scadenza delle opzioni è costante e pari a un mese. Per ulteriori dettagli, si veda G. Galati e W. Melick: "Central bank intervention and market expectations", *BIS Papers*, n. 10, aprile 2002. Il calcolo si basa sulle medie settimanali delle funzioni di densità giornaliere stimate per le settimane che terminano alle date indicate.

Fonti: J.P. Morgan; elaborazioni BRI.

Grafico V.3

Notevole mutamento del clima di fiducia

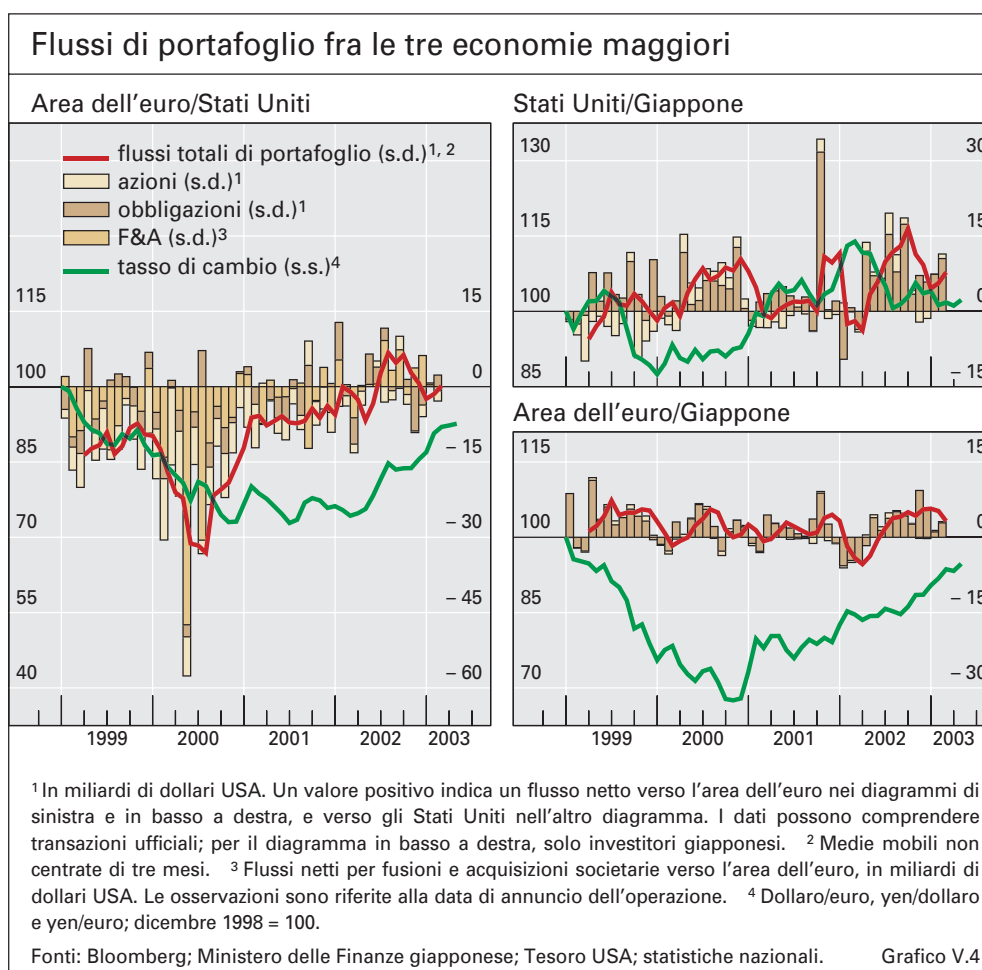
Il deprezzamento del dollaro è coinciso con alcuni mutamenti significativi del clima di fiducia (grafico V.3). Dagli inizi del 2002 la valutazione degli operatori circa la bilancia dei rischi fra un dollaro molto più forte o molto più debole, misurata dal grado di asimmetria delle distribuzioni di probabilità stimate in ipotesi di neutralità al rischio, si è spostata verso un indebolimento della valuta USA. Secondo alcuni test econometrici, negli ultimi due anni al deterioramento delle aspettative sul dollaro ha fatto generalmente seguito – dopo quattro settimane – una perdita del valore effettivo del tasso di cambio, tenuto anche conto dell'effetto delle passate oscillazioni.

Un'importante caratteristica dei principali mercati valutari nel periodo sotto rassegna risiede nel fatto che le divise del G3, pur registrando sensibili movimenti, hanno evidenziato una volatilità a breve termine relativamente bassa in confronto agli anni precedenti. Ciò contrasta con l'incertezza su altri mercati finanziari (Capitolo VI).

Determinanti

Fattori trainanti sostanzialmente diversi

Nel periodo in esame le forze all'origine della dinamica dei cambi principali sono notevolmente mutate rispetto agli anni precedenti. Per meglio comprendere le determinanti della flessione del dollaro nel 2002, può essere utile ricordare i fattori che avevano contribuito alla forza della moneta statunitense fra la metà degli anni novanta e il 2001.

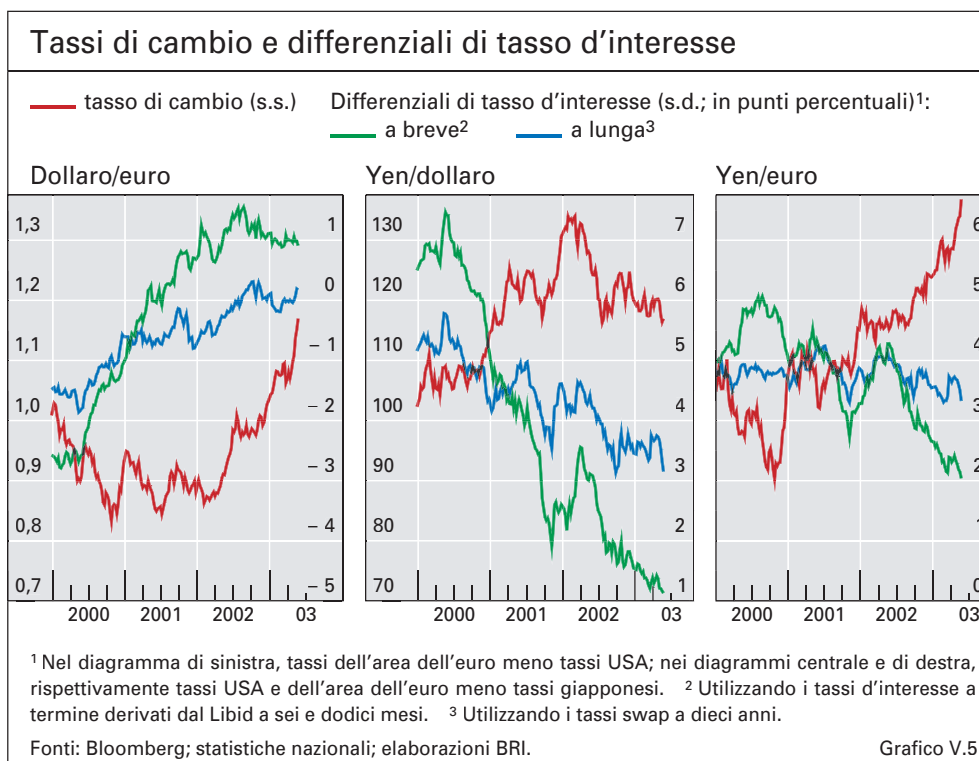


In quegli anni, l'elevata crescita effettiva e attesa della produttività negli Stati Uniti aveva sorretto una rapida espansione degli investimenti e un rialzo eccezionale dei corsi azionari USA. La prospettiva di maggiori rendimenti negli Stati Uniti aveva contribuito ad attrarre ingenti flussi per investimenti di portafoglio, soprattutto in azioni e obbligazioni societarie, nonché investimenti diretti esteri (IDE), alimentando un consistente apprezzamento del dollaro (grafico V.4) che, a sua volta, aveva indebolito il saldo delle partite correnti. Di fatto, nel 2001 il boom degli investimenti si era progressivamente esaurito, in concomitanza con il netto calo degli utili e la decelerazione dell'attività economica negli Stati Uniti. Anche i corsi delle azioni e delle obbligazioni societarie ad alto rischio avevano iniziato a flettere, sullo sfondo di una ricomposizione dei portafogli dal comparto azionario verso strumenti più sicuri quali obbligazioni societarie con maggior merito di credito e titoli di Stato e di agenzie governative (Capitolo VI). I flussi finanziari lordi verso gli Stati Uniti erano rallentati. Nondimeno, gli afflussi netti di capitali privati per investimenti di portafoglio e diretti esteri provenienti dall'area dell'euro erano rimasti di segno positivo, in quanto i tassi attesi di crescita degli USA continuavano a superare quelli dell'area dell'euro. Di conseguenza, il dollaro aveva seguito ad apprezzarsi.

Elevata crescita della produttività USA, ingenti flussi di capitale e apprezzamento del dollaro fino al 2001

Nel primo semestre del 2002 la direzione e la composizione dei flussi di capitale sono notevolmente cambiate in presenza di un ulteriore peggioramento del clima di fiducia sui mercati finanziari USA. Tale deterioramento si inserisce soprattutto nel contesto di una ripresa economica meno vigorosa del previsto e del manifestarsi di una serie di irregolarità contabili compiute da alcune società, che ha destato timori sull'attendibilità dei bilanci delle imprese

Riorientamento dei flussi verso attività più sicure nel 2002, in presenza di un ulteriore peggioramento del clima di fiducia



e sull'entità della loro esposizione al rischio. Per giunta, modifiche in senso restrittivo della politica commerciale statunitense sono state interpretate come segnali di una crescente preoccupazione delle autorità per la dimensione del disavanzo corrente del paese. I flussi di capitale privato per investimenti di portafoglio e diretti esteri dall'area dell'euro verso gli Stati Uniti sono divenuti negativi su base netta. Inoltre, nei portafogli internazionali è aumentata ulteriormente l'incidenza di attività più sicure, a scapito degli investimenti azionari e degli IDE.

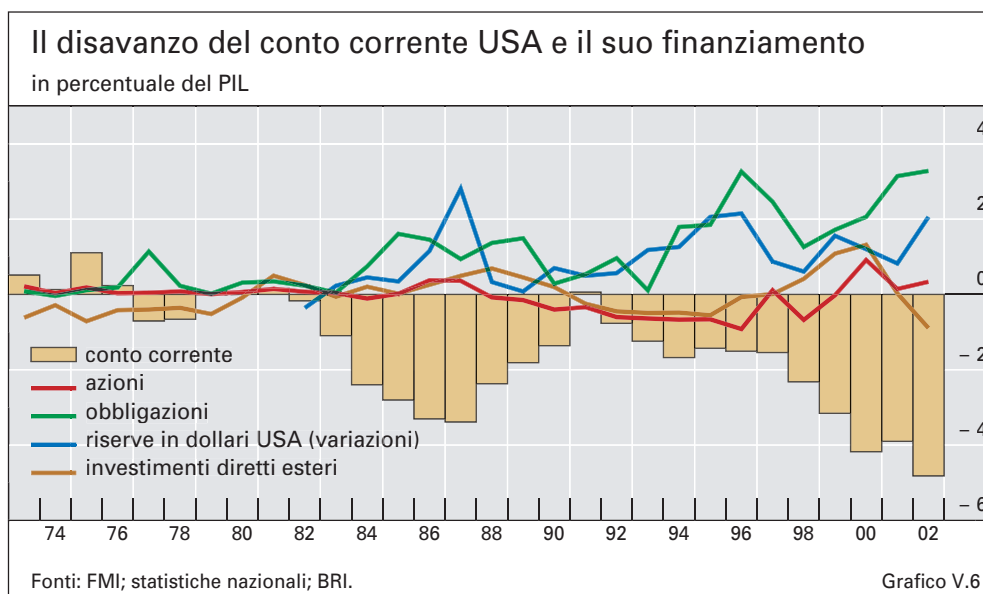
Accresciuta importanza dei differenziali di tasso

Nel momento in cui i rendimenti prospettici delle azioni USA ad alto rischio hanno cessato di guidare le scelte degli investitori, anche i differenziali di crescita attesi – che avevano per lungo tempo sostenuto sia gli afflussi di capitale verso gli Stati Uniti sia la forza del dollaro – hanno perso rilevanza. Al contrario, i differenziali d'interesse sarebbero nuovamente divenuti una determinante centrale dei movimenti di capitale e, di conseguenza, delle variazioni del cambio. Numerosi rapporti bilaterali di cambio sembrano evidenziare una correlazione significativamente positiva tra spread di tasso a breve termine e connesse variazioni del cambio. Ciò rappresenta una sostanziale differenza rispetto alla situazione degli anni precedenti.

Grazie a tassi d'interesse più elevati rispetto alle altre due grandi economie, l'area dell'euro è stata la destinazione prescelta dagli investitori in cerca di maggiori rendimenti, e ciò ha sostenuto l'apprezzamento della valuta europea (grafico V.5). Nel 2002 la correlazione positiva tra il cambio dollaro/euro e il corrispondente differenziale d'interesse a breve ha raggiunto il suo livello massimo dall'introduzione della moneta unica. Anche la forza relativa dello yen nei confronti del dollaro è in linea con la riduzione dei differenziali negativi di tasso fra Giappone e Stati Uniti.

Rinnovato interesse per il disavanzo corrente statunitense

La richiamata contrazione dei flussi di capitali privati verso gli USA e la loro diversa composizione hanno gravato più pesantemente sul dollaro a causa del persistente ampliamento del disavanzo corrente USA. Nel 2002 quest'ultimo ha raggiunto il 5% del PIL (grafico V.6), mentre le passività nette



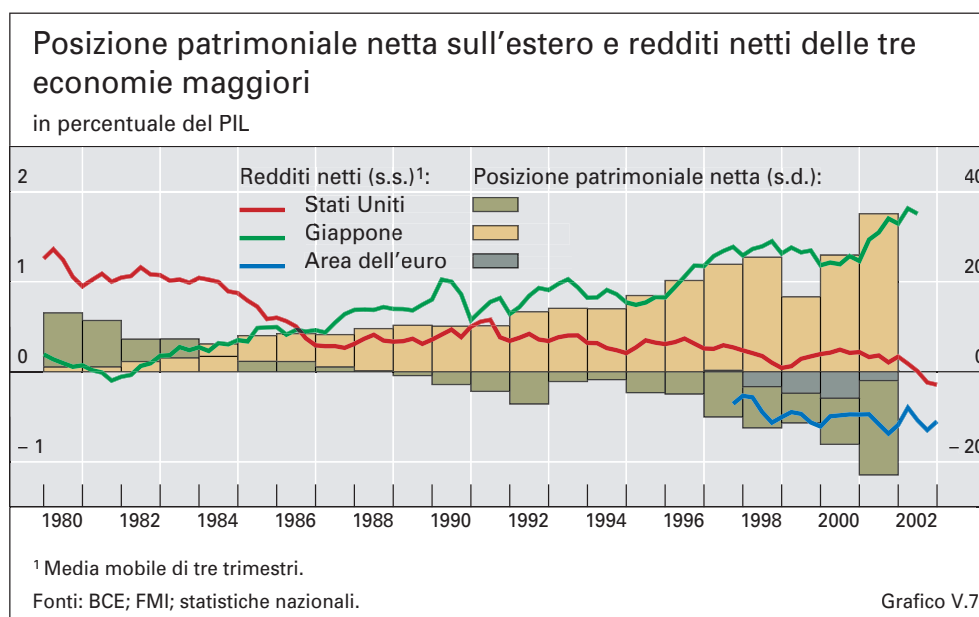
sull'estero hanno superato per la prima volta il 20% del prodotto (grafico V.7). A tali andamenti è stato attribuito un peso maggiore per vari motivi. In primo luogo, tra le fonti di finanziamento del deficit è diminuita in misura significativa l'incidenza degli IDE, mentre è aumentata quella delle riserve ufficiali in dollari, concentrate per lo più nei paesi asiatici (tabella V.1). Ciò sta a indicare la crescente riluttanza del settore privato a finanziare il passivo corrente degli Stati Uniti, rendendo così il dollaro più vulnerabile ai cambiamenti del clima di mercato. In secondo luogo, il disavanzo sembrava in prospettiva destinato ad ampliarsi, poiché agli inizi del 2003 il paese stava ancora crescendo a ritmi più sostenuti rispetto alla maggioranza dei suoi partner commerciali. In

Variazioni annuali delle riserve valutarie ufficiali							
in miliardi di dollari USA							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Per memoria: consistenze a fine 2002
	a tassi di cambio correnti						
Totale	49,8	27,0	138,6	154,7	111,7	351,4	2 392,3
Paesi industriali	-18,6	-32,8	52,1	54,7	2,9	108,1	887,8
Stati Uniti	-7,5	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	33,8
Area dell'euro	10,6	-32,9	-39,2	-9,4	-10,8	8,0	215,8
Giappone	0,5	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	451,5
Asia	22,6	62,8	79,0	52,5	76,0	173,3	943,8
Cina	34,9	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	286,4
Corea	-13,5	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	120,8
Filippine	-2,8	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	13,0
Hong Kong SAR	29,0	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	111,9
India	4,6	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	67,0
Indonesia	-1,7	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,2	30,3
Malaysia	-6,1	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	33,3
Singapore	-5,6	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	81,4
Taiwan, Cina	-4,5	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	161,7
Thailandia	-11,5	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	38,0
America latina ¹	11,4	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	140,1
Argentina	4,4	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	10,4
Brasile	-7,5	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	37,4
Cile	2,3	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	14,8
Messico	9,0	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	49,9
ECO ²	5,5	6,6	1,7	19,1	12,7	36,4	146,1
Altri paesi	29,0	0,0	14,7	26,2	20,5	29,4	274,5
	a tassi di cambio costanti ³						
Totale	109,4	24,6	178,7	190,7	141,0	268,4	2 395,2
in dollari	74,0	49,0	145,8	115,5	82,9	219,8	1 751,4
non in dollari	35,4	-24,4	32,9	75,2	58,1	48,6	643,8

¹ I paesi elencati più Colombia, Perù e Venezuela. ² Europa centrale e orientale: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Russia, Slovenia e Ungheria. ³ Dati parzialmente stimati e valutati a tassi di cambio di fine periodo.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella V.1



terzo luogo, la diversa composizione della spesa statunitense non è stata interpretata in senso positivo dagli operatori. Mentre i consumi delle famiglie sono rimasti elevati, gli investimenti hanno subito un calo. Pertanto, nella misura in cui la domanda interna aggregata è scesa, il divario è stato colmato dal crescente disavanzo fiscale. A sua volta, ciò ha destato preoccupazioni riguardo alla concomitanza di un passivo nel saldo sia commerciale sia di bilancio ("deficit gemelli", si veda il Capitolo II), che richiamava la situazione degli anni ottanta.

La maggiore attenzione prestata al deficit corrente statunitense è dimostrata dal tempestivo cambiamento di umore nei confronti del dollaro agli inizi del 2002, coinciso con l'introduzione da parte degli Stati Uniti di nuove barriere all'acquisto di prodotti siderurgici e agricoli dall'estero. Tale evento è stato interpretato dai mercati come indicativo della preoccupazione delle autorità per le tensioni nei settori statunitensi dei beni "tradable". La sostenibilità del disavanzo corrente USA sarà discussa nell'ultima sezione del presente capitolo che, sulla base di un'analisi storica degli episodi di aggiustamento delle partite correnti in una serie di paesi industriali, traccia alcune conclusioni preliminari.

Andamenti in altri mercati valutari

Valute dei paesi industriali

La ricerca di rendimenti a basso rischio da parte degli investitori internazionali si è riflessa anche nella dinamica delle valute di alcuni altri paesi industriali. Nel 2002 la correlazione fra i tassi di cambio di questi paesi e i corrispondenti differenziali d'interesse è divenuta chiaramente positiva, anche se in misura diversa. Il vantaggio di tasso d'interesse goduto da queste monete è stato sostenuto dalla performance delle rispettive economie. Il più stretto legame fra rapporti di cambio e differenziali di rendimento è riconducibile inoltre al ritorno

I differenziali di rendimento e i risultati economici hanno influito anche su ...

sui mercati valutari di operatori speculativi con strategie di leva finanziaria fra cui, in particolare, i "macro hedge fund", sulla spinta dei mediocri risultati del mercato azionario.

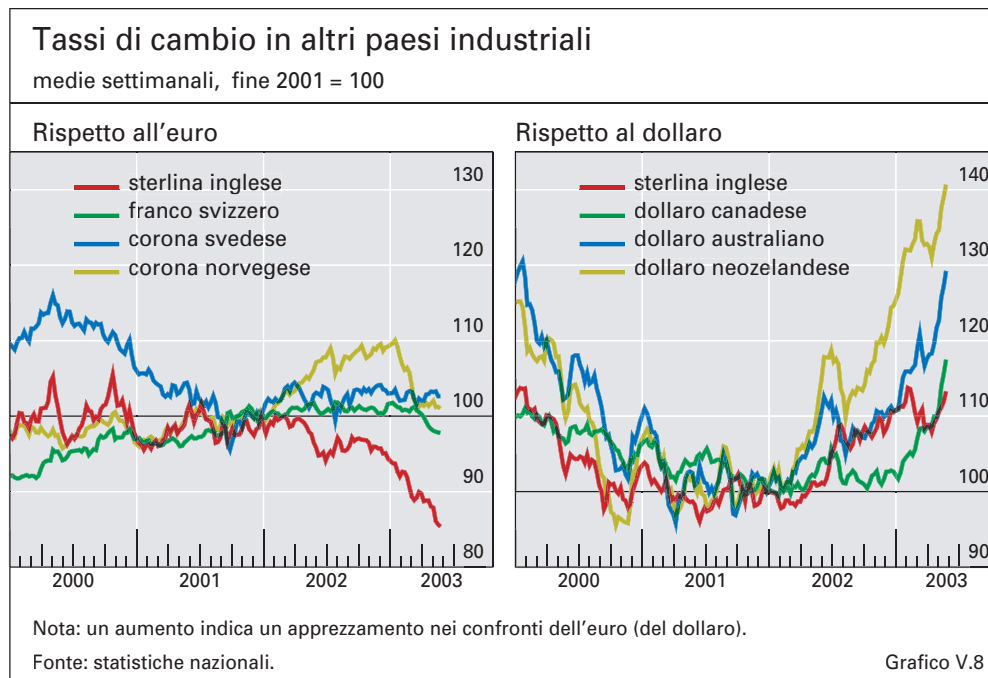
Al di fuori della UEM, la sterlina inglese e la corona svedese costituiscono due esempi di monete europee sensibili all'evoluzione dei differenziali di rendimento. Favorita da tassi d'interesse relativamente elevati e dalla crescita sostenuta dell'economia, la sterlina ha guadagnato il 15% sul dollaro, passando da \$1,43 a gennaio 2002 a oltre \$1,65 agli inizi di febbraio 2003 (grafico V.8). Rispetto all'euro, invece, essa è lievemente arretrata a causa del minor vantaggio di tasso e della dinamica al rialzo della moneta unica. La divisa britannica si è poi generalmente indebolita dopo la riduzione dei tassi, per lo più inattesa, decisa dalla Banca d'Inghilterra nello stesso mese di febbraio, che ha compresso lo scarto di rendimento e indotto gli operatori a rivedere la loro valutazione delle condizioni economiche interne. In aprile e maggio la sterlina è balzata a \$1,62, ma si è deprezzata ulteriormente nei confronti dell'euro. Per quanto concerne la Svezia, l'andamento vivace del prodotto e l'inasprimento delle condizioni monetarie del primo semestre 2002 hanno sospinto i tassi a breve termine verso livelli superiori persino a quelli britannici. In tale contesto, la valuta svedese ha recuperato in media l'8% dal minimo di circa 10 corone per euro toccato nel 2001, stabilizzandosi entro un intervallo di 9,0-9,4. Sull'andamento della corona nel periodo in esame ha influito inoltre l'evolversi delle prospettive di adesione alla UEM.

... sterlina
inglese ...

... corona
svedese ...

Il sorprendente recupero dei dollari australiano, canadese e neozelandese costituisce un'analogia conferma dell'accresciuta importanza dei differenziali di rendimento nominale tra i fattori all'origine dei movimenti del cambio. Grazie al dinamismo dell'attività economica e al considerevole e crescente vantaggio di tasso d'interesse rispetto alla moneta statunitense, fra gennaio

... e dollari
australiano,
canadese
e neozelandese



2002 e la metà di maggio 2003 il dollaro australiano ha guadagnato oltre il 25%, superando il massimo di \$0,65 raggiunto agli inizi del 2000. Nello stesso periodo la valuta neozelandese – caratterizzata da rendimenti comunque superiori – ha messo a segno una ripresa ancor più consistente, salendo del 35% a oltre \$0,57, un livello non più osservato dagli inizi del 1998. L'ascesa del dollaro canadese sembra essere cominciata in un momento successivo, ed è stata più modesta in termini assoluti, di riflesso all'entità relativamente contenuta – seppur anch'essa crescente – del vantaggio di rendimento. Nondimeno, nel marzo 2003 la valuta canadese aveva recuperato interamente le perdite subite dalla fine del 2000. La rapida progressione dei prezzi delle materie prime potrebbe aver fornito un ulteriore contributo; per la prima volta da diversi anni si è ristabilita la tradizionale correlazione positiva delle tre monete con i rispettivi corsi dei prodotti di base.

I tassi d'interesse hanno incentivato il ricorso a "carry trade"

Una variazione sul tema del vantaggio di rendimento è rappresentata dal ricorso a strategie di "carry trade", divenute attraenti in virtù dei modesti tassi d'interesse osservati nelle tre economie principali e in Svizzera durante il periodo in esame. La corona norvegese, con rendimenti a breve termine elevati rispetto a quelli degli altri paesi industriali e persino di talune economie emergenti, potrebbe costituire un esempio particolarmente calzante dell'utilizzo di tali strategie. Secondo gli osservatori, hedge fund e altri investitori internazionali hanno mutuato fondi in euro per investirli in titoli norvegesi a breve scadenza. In tale contesto, per tutto lo scorso anno la corona si è rafforzata sensibilmente rispetto all'euro (11%), e in misura ancora maggiore nei confronti del dollaro (29%). Dopo aver raggiunto un massimo nel gennaio 2003, a marzo ha perso gran parte dei guadagni precedenti in concomitanza con la rapida liquidazione dei "carry trade" innescata dalla decisione della banca centrale norvegese di ridurre i tassi. Secondo alcuni osservatori, i "carry trade" avrebbero inoltre catalizzato la rapida ripresa segnata dalle valute australiana, neozelandese e, più recentemente, anche da quella canadese.

L'eccezione del franco svizzero, soprattutto per effetto di flussi in cerca di un approdo sicuro

Fino al marzo 2003 il franco svizzero ha costituito un'eccezione di rilievo a questo nesso tra forza della moneta e vantaggio in termini di tasso d'interesse. Nonostante i rendimenti bassi e decrescenti, e la relativa debolezza dell'economia, la divisa elvetica si è mantenuta robusta in rapporto all'euro e ha riportato consistenti guadagni sul dollaro. Gli apprezzamenti del franco nei confronti dell'euro per tutto il 2002 sono avvenuti in coincidenza di eventi economici e geopolitici che hanno determinato un calo nella fiducia degli operatori nei confronti del dollaro e dei mercati finanziari in generale. Anche la più stretta correlazione della moneta elvetica con il prezzo dell'oro sta a indicare il ruolo di approdo sicuro svolto nel 2002 dal franco che, in termini effettivi nominali, ha superato di circa il 15% il recente minimo del 2000, ponendo sfide alla conduzione della politica monetaria in una fase di ristagno dell'economia (Capitolo IV). Tale situazione contrasta nettamente con quella di tre anni fa, quando il franco debole e le sue implicazioni inflazionistiche avevano rappresentato la principale preoccupazione delle autorità. Nondimeno, si ritiene che la pressione al rialzo sulla valuta sia stata bilanciata all'orientamento monetario della Banca Nazionale Svizzera. Nei due mesi successivi

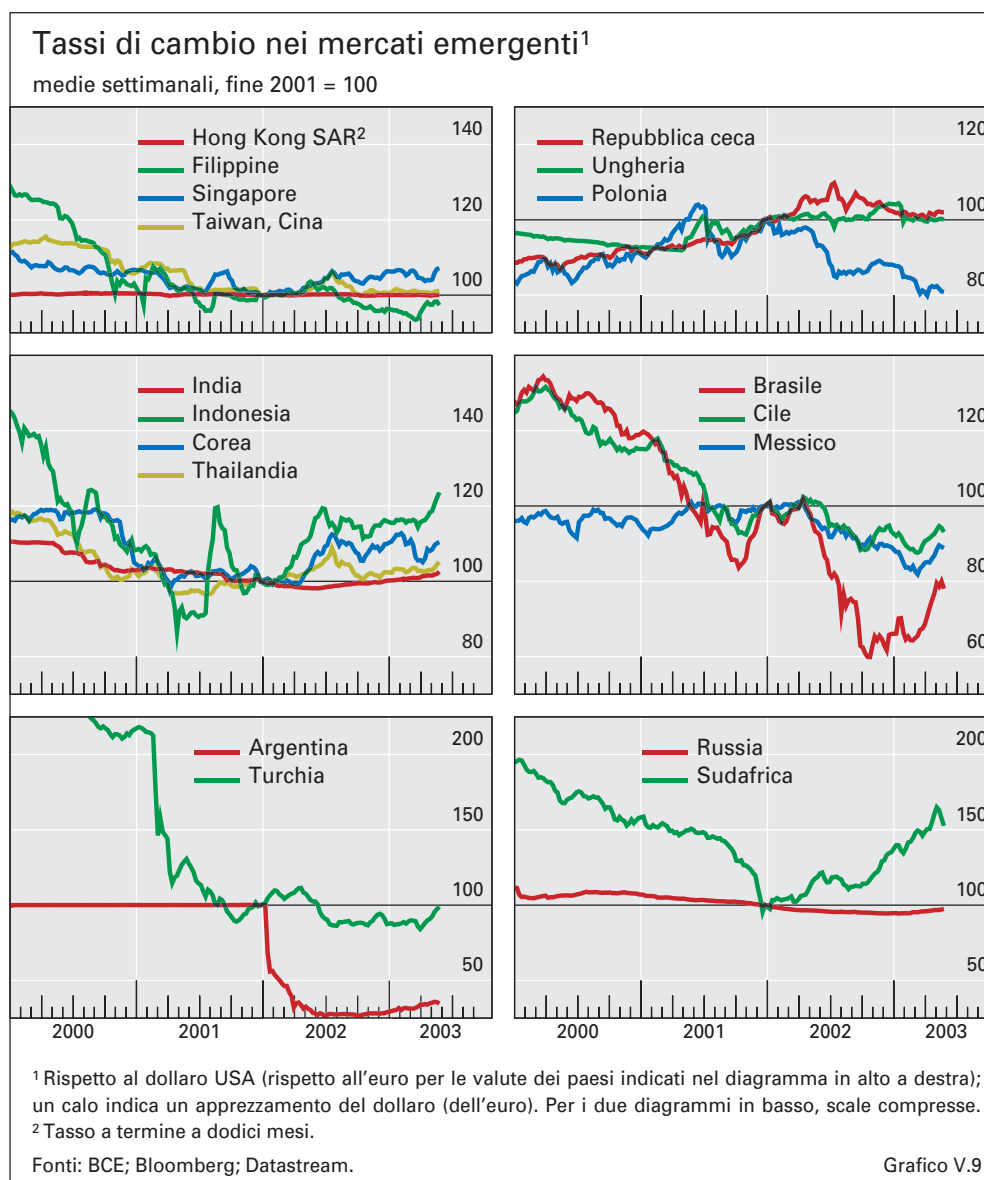
alla riduzione dei tassi ufficiali decisa dalle autorità monetarie elvetiche nel marzo 2003, il franco ha perso il 3% rispetto all'euro.

Valute dei paesi emergenti

Durante il periodo sotto rassegna sulle valute dei paesi emergenti hanno influito in misura considerevole le prospettive dell'economia mondiale e vari fattori interni specifici. In determinati casi, anche la ricerca di rendimenti da parte degli investitori internazionali ha rivestito un ruolo importante.

I fattori interni sono stati predominanti in America latina, dove diverse monete si sono notevolmente indebolite sullo sfondo di turbolenze di natura economica e/o politica (grafico V.9). Il deprezzamento del real brasiliano si è accentuato nei mesi precedenti le elezioni presidenziali dell'ottobre 2002, di riflesso ai dubbi sul futuro corso delle politiche economiche. In Venezuela il bolivar, lasciato libero di fluttuare agli inizi del 2002, ha subito ulteriori contraccolpi durante l'anno – a causa dell'intensificarsi delle agitazioni

Notevole flessione delle valute latino-americane nel 2002



politiche e dello sciopero nel settore petrolifero – che hanno determinato l'introduzione di controlli valutari. All'indomani della svalutazione argentina, tensioni finanziarie hanno indotto le autorità uruguaiane a consentire il deprezzamento della moneta. Oltre ai fattori regionali, anche l'incertezza sulle prospettive economiche statunitensi e mondiali ha esercitato un certo impatto. Il peso messicano, ad esempio, è arretrato dai massimi dei primi mesi del 2002 ai minimi storici del marzo 2003 sulla spinta di timori per gli effetti di una ritardata ripresa statunitense sulle esportazioni e sull'economia del paese. I dubbi in merito alle prospettive globali hanno gravato anche sul peso cileno.

In generale le valute asiatiche si rafforzano o restano stabili

Per contro, le valute asiatiche si sono in genere rafforzate o mantenute sostanzialmente stabili rispetto al dollaro USA, in parte grazie ai risultati economici relativamente positivi della regione. A tale andamento ha inoltre concorso l'evoluzione del cambio yen/dollaro. Talune monete – in particolare il renminbi e, in misura lievemente inferiore, la rupia indiana – hanno seguito molto da vicino la valuta statunitense (tabella V.2). Il notevole accumulo di riserve ufficiali in Cina e in India è parso in linea con un orientamento monetario tendente a contrastare apprezzamenti ampi. In tale contesto, il calo effettivo del renminbi in parallelo con quello del dollaro ha destato alcune preoccupazioni tra le economie esportatrici in concorrenza con la Cina. Altre valute, specie il won coreano, hanno ricalcato meno strettamente che in passato la dinamica della valuta americana. Nel complesso, durante il periodo sotto rassegna le monete asiatiche sono parse leggermente meno volatili in termini effettivi nominali. Il fatto che alcune di queste abbiano assorbito la flessione del dollaro in misura minore rispetto allo yen potrebbe senz'altro avere implicazioni per l'andamento prospettico del conto corrente USA (si veda oltre). In aggiunta ai fattori economici, anche i timori per la sicurezza nella regione hanno avuto una certa influenza su monete quali il won coreano, la rupia indonesiana e il peso filippino.

Al tempo stesso, i differenziali di rendimento e i "carry trade" hanno agito in qualche misura anche su alcune divise emergenti. Ad esempio, il rand – che

Volatilità dei tassi di cambio ¹						
	bilaterali ²			effettivi ³		
	1995-96	1999-2001	gen. 2002- mag. 2003	1995-96	1999-2001	gen. 2002- mag. 2003
Cina	0,6	0,1	0,2	4,1	3,6	4,1
Corea	3,9	7,2	8,4	5,8	8,1	7,8
Filippine	3,9	10,4	4,6	6,1	10,6	5,0
Hong Kong SAR	0,3	0,2	0,2	4,7	4,8	5,4
India	7,6	3,4	1,5	9,1	6,1	5,4
Indonesia	2,7	22,6	9,7	6,6	23,0	10,4
Singapore	3,8	4,2	4,4	5,2	5,5	4,6
Thailandia	3,6	7,6	5,0	...	...	...

¹ Misurata come scarto quadratico sui periodi indicati delle variazioni percentuali giornaliere rapportate all'anno. ² Rispetto al dollaro. ³ Ponderati in base all'interscambio.
 Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella V.2

a cavallo tra il 2001 e il 2002 si era notevolmente deprezzato – nel marzo 2003 aveva recuperato completamente, sostenuto dal considerevole vantaggio di tasso d'interesse rispetto alla maggioranza delle principali valute, nonché dal crescente prezzo dell'oro. Dopo i precedenti ribassi, anche il real avrebbe beneficiato della preferenza per gli alti rendimenti mostrata dagli investitori nel 2003 al dissiparsi delle incertezze circa la politica economica della nuova amministrazione. Nel marzo scorso l'apprezzamento della moneta brasiliana ha accelerato notevolmente.

Il ruolo degli elevati rendimenti e dei "carry trade"

Anche le valute di alcuni paesi europei emergenti sono state favorite da tassi d'interesse relativamente elevati e dal generale ottimismo per l'adesione alla UE. Il rapido apprezzamento che ne è conseguito ha tuttavia determinato reazioni ufficiali (Capitolo III). Ad esempio, le autorità ungheresi sono intervenute riducendo i tassi quando il forint ha sfiorato il limite superiore della fascia di oscillazione nel gennaio 2003. La pluriennale tendenza all'apprezzamento della corona ceca si è moderata nel secondo semestre del 2002 sullo sfondo di un calo del tasso d'inflazione al disotto del suo valore obiettivo e di una serie di riduzioni del tasso ufficiale che hanno finito con l'azzerare il differenziale d'interesse rispetto all'euro.

Dinamica del conto corrente e comportamento dei tassi di cambio

Nel periodo in esame la protratta crescita del disavanzo corrente e dell'indebitamento netto con l'estero degli Stati Uniti, unitamente alla mutata composizione del finanziamento del passivo di bilancio, hanno sollevato diversi interrogativi. Il deficit corrente statunitense è sostenibile? In caso negativo, come potrebbero aver luogo i necessari aggiustamenti? Infine, quali valute sarebbero più interessate da un calo effettivo del dollaro?

Correzioni dei disavanzi correnti nei paesi industriali dal 1973

Per tentare di rispondere ai suddetti quesiti può risultare utile esaminare preliminarmente l'esperienza storica relativa ai casi di aggiustamento delle partite correnti nei paesi industriali. Ai fini della presente analisi sono stati considerati soltanto quegli episodi in cui la correzione si è rivelata sostanziale e duratura (per ulteriori dettagli, si veda il grafico V.10); dal 1973, ne sono stati registrati 28 con queste caratteristiche.

Episodi storici di aggiustamento delle partite correnti

Gli episodi analizzati hanno in comune tre elementi principali. Innanzitutto, evidenziano l'esistenza di una soglia per il disavanzo corrente in percentuale del prodotto interno lordo. In media, il deficit ha generalmente raggiunto un punto di svolta superiore quando si è avvicinato a circa il 4-5% del PIL. Per converso, è difficile trovare riscontri incontrovertibili di una soglia definita in termini di rapporto tra posizione patrimoniale netta sull'estero (PPNE) e PIL. Benché le correzioni del disavanzo siano in media intervenute quando questo rapporto si aggirava sul 20%, sussistono notevoli differenze tra i vari episodi.

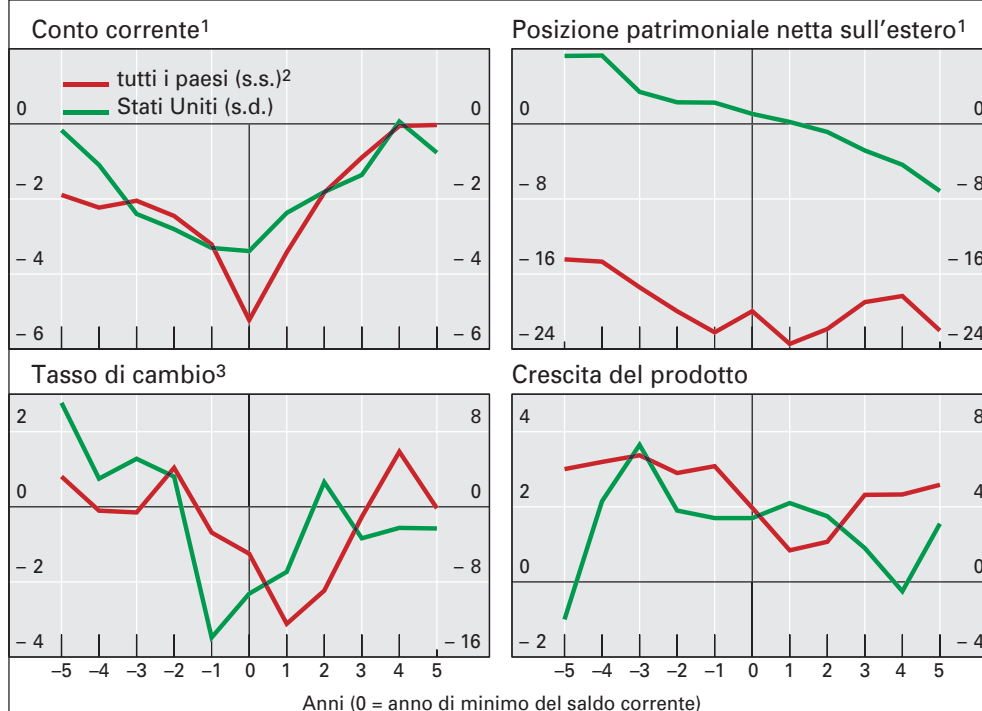
Soglia per il disavanzo corrente e la PPNE

In secondo luogo, il processo di aggiustamento per operare una correzione del deficit si è per lo più basato sia su un deprezzamento della moneta nazionale sia su una decelerazione della crescita interna. Durante tali episodi, il tasso di cambio effettivo reale è sceso in media di circa il 4%, a

Correzione fondata meno sul deprezzamento ...

Aggiustamenti del conto corrente e movimenti di cambio

in percentuale



Nota: si determina un aggiustamento del conto corrente quando il disavanzo (i) supera il 2% del PIL nel periodo precedente la correzione, (ii) si riduce in media di almeno un terzo e in misura quantomeno pari al 2% del PIL su tre anni, (iii) nei cinque anni successivi al picco non è mai superiore al suo minimo dei tre anni precedenti. Il grafico copre 28 episodi di aggiustamento del conto corrente verificatisi in: Australia (1989, 1999); Austria (1977, 1980); Belgio (1981); Canada (1981, 1993); Danimarca (1986); Finlandia (1991); Francia (1982); Grecia (1985); Irlanda (1981); Italia (1974, 1981, 1992); Norvegia (1977, 1986); Nuova Zelanda (1974, 1984); Portogallo (1981); Regno Unito (1974, 1989); Spagna (1976, 1981, 1991); Stati Uniti (1987); Svezia (1980, 1992). Ventuno episodi sono tratti da Caroline L. Freund, "Current account adjustment in industrialized countries", *International Finance Discussion Papers*, n. 692, Board of Governors del Federal Reserve System, dicembre 2000.

¹ In percentuale del PIL. ² Media semplice di tutti gli episodi. ³ Variazione percentuale annua dei tassi di cambio effettivi reali (in termini di prezzi al consumo relativi).

Fonti: FMI; OCSE; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico V.10

conferma di un contributo alla correzione tutto sommato modesto. L'entità del deprezzamento ha tuttavia mostrato sostanziali variazioni tra i diversi episodi e in alcuni casi è stata considerevole. La flessione della moneta nazionale è iniziata di norma due anni prima che il disavanzo corrente raggiungesse il suo punto di massima ed è proseguita per un altro anno. Ciò è in linea con il profilo classico di una curva J: il saldo della bilancia commerciale è peggiorato quando la valuta ha cominciato a indebolirsi, per poi migliorare dopo circa tre anni.

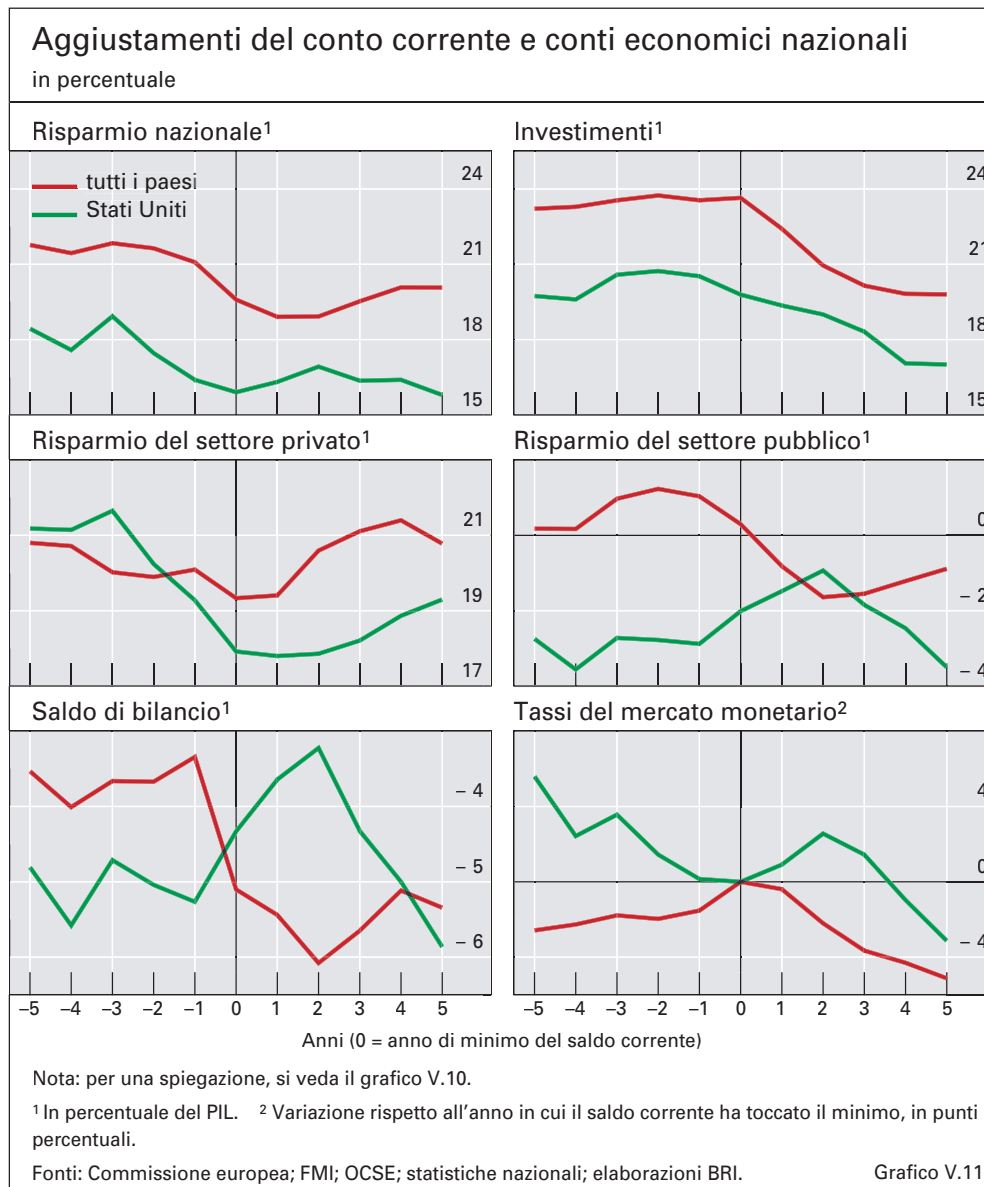
In terzo luogo, nei due anni intorno al picco del disavanzo gli aggiustamenti del conto corrente sono stati in genere contraddistinti da un netto rallentamento della crescita interna, scesa in media di 2 punti percentuali. La decelerazione si è di solito accompagnata a un calo degli investimenti, iniziato intorno al punto di svolta superiore del deficit e protrattosi per i tre anni successivi. Sul comportamento del risparmio interno ha influito soprattutto la

... che sul
rallentamento della
crescita

componente del settore pubblico, in media diminuita come percentuale del PIL (grafico V.11). Non risulta pertanto che il miglioramento del saldo corrente si sia associato a un'evoluzione positiva di quello di bilancio. I tassi d'interesse a breve termine sembrano avere nell'insieme seguito il profilo di una curva "a campana", segnalando un nesso tra decelerazione della crescita e degli investimenti, da un lato, e inasprimento monetario, dall'altro.

Pur essendo di per sé interessante, l'analisi di questi episodi di aggiustamento delle partite correnti nei paesi industriali potrebbe tuttavia presentare alcune limitazioni nel preannunciare la possibile evoluzione degli Stati Uniti. Gli USA si distinguono da altre economie per due principali ordini di motivi. Innanzitutto, va ricordato che il dollaro è la moneta di riserva internazionale predominante e che, di conseguenza, i residenti di paesi che accumulano attività in valuta investono in dollari una quota significativa dei loro portafogli. In secondo luogo, gli Stati Uniti hanno tratto beneficio da un persistente scarto di rendimento tra le attività e le passività sull'estero. Ne consegue che,

Due differenze fondamentali fra Stati Uniti e altri paesi



fino a un'epoca molto recente, essi hanno continuato a ricevere redditi netti positivi nonostante l'ampliarsi della posizione debitoria sull'estero (grafico V.7). Ciò potrebbe comportare una maggiore facilità di finanziamento del passivo corrente statunitense rispetto a quello di altri paesi e un diverso meccanismo di aggiustamento.

Alla luce delle due precedenti considerazioni, può essere utile esaminare separatamente il modo in cui si è prodotto il deficit corrente degli Stati Uniti negli anni ottanta e la sua successiva correzione. A integrazione di tale analisi viene inoltre fornito un approfondimento sulle differenze tra la situazione attuale e quella esistente nel 1987, nonché sull'impatto potenziale di tali differenze sul processo di aggiustamento.

La correzione del disavanzo corrente statunitense nel 1987

Gli Stati Uniti hanno iniziato nel 1983 a registrare crescenti disavanzi di parte corrente, che nel 1987 hanno raggiunto il 3,5% del PIL. La determinante principale del deficit è stata la rapida espansione della domanda interna, stimolata – fra l'altro – dall'accrescersi dello squilibrio di bilancio e dalla pronunciata ascesa del dollaro, che tra il 1980 e il 1985 ha guadagnato oltre il 50% in termini effettivi nominali (grafico V.1). Il notevole vigore della moneta nazionale ha tratto impulso dalle posizioni cicliche correnti e prospettiche, che favorivano gli Stati Uniti rispetto al Giappone e alla Germania. Ciò ha suscitato aspettative di un inasprimento della politica monetaria negli USA e di un orientamento stabile o espansivo negli altri due paesi. Ulteriori pressioni al rialzo sul dollaro e sul passivo esterno statunitense sono anche da ricondurre alla crescita degli investimenti esteri negli Stati Uniti.

Per due importanti aspetti il meccanismo che, tra il 1987 e il 1991, ha determinato il riassorbimento del disavanzo statunitense è ampiamente in linea con quello osservato altrove in episodi simili (grafico V.10). Una prima analogia consiste nel fatto che negli Stati Uniti il deficit ha iniziato a diminuire quando si è avvicinato alla soglia normale del suo rapporto con il PIL. In secondo luogo, alla correzione si è accompagnato sia un deprezzamento della moneta nazionale sia un lieve rallentamento della crescita.

Tra l'episodio statunitense del 1987 e gli altri esistono tuttavia anche alcune differenze significative. La principale riguarda la combinazione dei meccanismi di aggiustamento. Nel caso degli Stati Uniti la correzione ha gravato principalmente sul dollaro, che si è deprezzato in misura molto più drastica rispetto alle valute della maggioranza dei paesi interessati da analoghi aggiustamenti. Tra il 1985 e il 1987 la moneta americana ha subito una netta flessione in termini effettivi sia nominali (-35%) sia reali (-27%). Ne hanno beneficiato soprattutto lo yen – apprezzatosi del 65% sul dollaro – e il marco tedesco, che ha guadagnato quasi il 60%. Il pronunciato rafforzamento dello yen è intervenuto in una fase di crescita estremamente sostenuta in Giappone (tabella V.3). L'espansione dell'economia tedesca nel periodo 1988-90, benché meno vigorosa, è stata comunque superiore a quella statunitense.

Tre fattori hanno concorso a determinare l'entità del deprezzamento del dollaro. Il primo è rappresentato dall'inconsueta dimensione dell'apprezzamento della moneta americana durante la prima metà degli anni ottanta e

L'esperienza
statunitense degli
anni ottanta

Due analogie
rispetto ad altri
episodi ...

... ma con una
diversa
combinazione del
meccanismo di
aggiustamento

Tre fattori alla base
della marcata corre-
zione del dollaro

Crescita reale, deprezzamento del cambio e saldo commerciale degli Stati Uniti								
	Tasso di crescita			Tasso di cambio ¹			Saldo commerciale USA per paese ²	
	1985–87 ³	1988–90 ³	2002	1985–87	1988–90	mar. 2003 ⁴	1987	2002
Cina	12,2	6,4	8,0	-38,3	-22,1	-0,0	1,8	23,7
Area dell'euro	2,4	3,9	0,8	48,3	11,2	22,3	13,6	18,9
Germania	2,0	4,4	0,2	58,1	11,3	22,3	10,1	8,2
Giappone	4,0	5,7	0,3	64,5	0,1	11,8	37,1	16,1
Asia ⁵	4,8	8,0	4,1	-4,2	2,0	2,6	15,1	11,6
Canada	3,8	2,6	3,4	-2,4	13,6	8,5	7,4	11,4
Paesi OPEC	...	...	...	...	...	...	8,5	7,9
Arabia Saudita	0,0	6,3	0,7	-5,9	0,0	-0,1	0,7	1,9
Regno Unito	4,0	2,7	1,8	22,7	8,9	10,5	2,1	1,7
Stati Uniti	3,5	3,2	2,4	.	.	.	.	.

¹ Variazioni percentuali cumulative; un aumento indica un apprezzamento sul dollaro. ² In percentuale. ³ Tassi di crescita annui, medie per i periodi indicati. ⁴ Marzo 2003 rispetto a gennaio 2002. ⁵ Media semplice per Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia.

Fonti: FMI; OCSE; statistiche nazionali.

Tabella V.3

dalla sua conseguente sopravvalutazione, che lasciava ampio spazio a una correzione successiva. Il secondo è costituito dall'intervento coordinato delle banche centrali nel primo scorcio del 1985 e dall'Accordo del Plaza del settembre di quell'anno, che segnalavano come fosse auspicabile un ulteriore ordinato apprezzamento delle altre valute principali rispetto a quella statunitense. Le autorità del G5 si dichiararono altresì disposte a cooperare più strettamente a questo scopo. In terzo luogo, il crollo borsistico dell'ottobre 1987 e il successivo allentamento della politica monetaria USA hanno contribuito a un ulteriore indebolimento del dollaro.

Parallelamente, rispetto agli altri casi, in quello statunitense del 1987 la crescita del prodotto ha svolto un ruolo meno importante durante le fasi iniziali del processo di aggiustamento. Diminuito drasticamente nel corso del 1985, il tasso di espansione del PIL è rimasto alquanto stabile negli anni successivi. Tra il 1989 e il 1991, tuttavia, esso è sceso dal 3,5 a -0,5%, in concomitanza con un ulteriore restringimento del deficit corrente. Ciò contrasta con gli altri episodi, durante i quali l'inversione è in genere intervenuta in coincidenza con un calo del prodotto.

Un'altra differenza apprezzabile riguarda il rapporto PPNE/PIL, che negli Stati Uniti è rimasto di gran lunga inferiore anche se il dollaro ha continuato a calare nettamente.

La situazione attuale negli Stati Uniti

Tra la situazione attuale e l'aggiustamento degli anni ottanta esistono varie differenze. In generale, queste stanno a indicare che – rispetto al passato – una correzione potrebbe avere oggi conseguenze più significative per la crescita degli Stati Uniti e meno rilevanti per l'evoluzione del dollaro. Nondimeno, qualsiasi ipotesi può in pratica essere formulata in modo diverso, a riprova di quanto sia difficile pervenire a conclusioni univoche.

Minore ruolo della crescita del prodotto nel meccanismo di aggiustamento

Anche il rapporto PPNE/PIL è diverso

Tre differenze fra la situazione attuale e il 1987

Una prima sostanziale differenza rispetto agli inizi degli anni ottanta è che l'attuale disavanzo di parte corrente sembra derivare dalla scarsità di risparmio non tanto del settore pubblico quanto del settore privato, in particolare delle famiglie (Capitolo II). Se tale scarsità fosse ritenuta "insostenibile", una sua correzione potrebbe molto verosimilmente limitare la crescita reale, migliorando nel contempo il saldo corrente. Il processo può tuttavia variare a seconda che l'aggiustamento sia innescato dai debitori o dai creditori. Ove le famiglie statunitensi decidessero di aumentare il saggio di risparmio, la spesa rallenterebbe e i tassi d'interesse tenderebbero a scendere. Di converso, qualora fossero i creditori ad avviare la correzione mostrando una crescente riluttanza a finanziare il deficit corrente, sarebbe il dollaro a scendere per primo e in misura forse più significativa. In entrambi i casi, la flessione della moneta USA risulterebbe forse meno accentuata che negli anni ottanta, data la minore sopravvalutazione iniziale.

L'eventualità che questa dinamica del risparmio possa essere giudicata insostenibile dai debitori o dai creditori dipenderà dal livello complessivo di ricchezza, oggi associato innanzitutto alle aspettative di crescita potenziale. Tale livello, a sua volta, dovrebbe essere determinato dalle attese sui tassi di aumento della produttività. Sia questi ultimi sia il potenziale di sviluppo degli Stati Uniti sembrano oggi superiori rispetto agli anni ottanta, e dovrebbero pertanto contribuire a sostenere la crescita e il dollaro. Per quanto riguarda il risparmio nazionale, una maggiore ricchezza dovrebbe renderne più sostenibili i bassi saggi attuali, contribuendo alla tenuta della domanda interna. Nel contempo, resta da vedere se la crescita potenziale sia aumentata in misura tale da risultare in linea con un prolungato mantenimento dei saggi di risparmio privato sugli esigui livelli attuali. Gli investitori non residenti hanno già cominciato a manifestare preoccupazioni circa i rendimenti futuri attesi delle attività in dollari e i rischi ad essi associati.

La sostenibilità della dinamica del risparmio nazionale dipenderà anche dalla ripartizione della crescita prospettica degli utili fra il settore interno e quello estero. Dalla metà degli anni ottanta l'onere per il servizio del debito estero statunitense è aumentato in misura considerevole, e sembra destinato a salire ancor più rapidamente in futuro. Il fatto che una quota crescente dello stock di capitale statunitense faccia oggi capo a non residenti indica che per ripristinare i livelli di ricchezza nazionale potrebbe rendersi necessario un aumento della propensione al risparmio del settore interno.

Una seconda differenza tra la situazione attuale e quella degli anni ottanta riguarda le condizioni economiche degli altri principali paesi. Mentre alla fine degli anni ottanta Europa e Giappone registravano elevatissimi tassi di crescita e potevano assorbire abbastanza agevolmente l'assottigliarsi del disavanzo corrente statunitense, oggi questo non avviene. Di conseguenza, un'eventuale correzione comporterebbe un aggiustamento maggiore da parte degli Stati Uniti. Una complicazione connessa consiste nel fatto che circa la metà dell'attuale disavanzo corrente USA si concentra in paesi le cui valute hanno seguito da vicino l'andamento del dollaro (tabella V.4). Pertanto, monete che ora fluttuano più liberamente (in particolare, lo yen e l'euro) potrebbero subire notevoli pressioni al rialzo. Inoltre, dal momento che gli investitori

Disavanzo corrente statunitense e co-movimento con il dollaro USA		
	Saldo commerciale USA per paese ¹	Reattività del cambio ²
Cina	23,7	0,00
Area dell'euro	18,9	.
Giappone	16,1	.
Asia	11,6	0,17
Corea	3,0	0,34
Filippine	0,9	0,09
Hong Kong SAR	-0,8	0,00
India	1,8	0,01
Indonesia	1,6	0,14
Malaysia	3,1	0,00
Singapore	-0,3	0,31
Thailandia	2,3	0,30
Canada	11,4	0,14
Messico	8,5	-0,24
Paesi OPEC	7,9	.
Arabia Saudita	1,9	0,00
Regno Unito	1,8	0,30

¹ 2002, in percentuale. ² Calcolata come coefficiente di una regressione delle variazioni del cambio moneta nazionale/dollaro USA su una costante e sul cambio yen/dollaro, da gennaio 2002 a maggio 2003. Un coefficiente prossimo a zero (uno) indica che l'andamento della moneta nazionale segue da vicino quello del dollaro (dello yen).

Fonti: FMI; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella V.4

europei e giapponesi detengono negli Stati Uniti ingenti quantitativi di attività denominate in dollari, un deprezzamento pronunciato della valuta americana potrebbe esporli a negativi effetti di ricchezza. Ciò potrebbe anche rallentare la crescita, aggravando il problema dell'assorbimento.

Queste complicazioni risulterebbero naturalmente attenuate qualora un maggior numero di paesi fosse disposto a lasciar fluttuare verso l'alto la propria moneta al deprezzarsi del dollaro. Inoltre, politiche intese a stimolare una più rapida crescita della domanda al di fuori degli Stati Uniti sarebbero di particolare ausilio in quanto, oltre ad accrescere l'assorbimento del deficit, mitigherebbero gli effetti di una moneta nazionale in ascesa. In un mondo caratterizzato da più bassi livelli d'inflazione rispetto agli anni ottanta, i creditori dovrebbero in ogni caso sopportare una quota superiore dell'onere dell'aggiustamento. Infine, il problema creato agli investitori dall'apprezzamento del cambio sarebbe parimenti alleviato qualora le esposizioni lorde in dollari dei non residenti fossero di fatto coperte in vari modi.

In terzo luogo, la situazione attuale si discosta da quella degli anni ottanta poiché il dollaro non riveste più il ruolo esclusivo di moneta di riserva. Vista l'elevata liquidità dei mercati finanziari, oggi le riserve possono essere ugualmente detenute in euro. Ciò premesso, l'affermarsi della moneta europea come valuta di riserva potrebbe richiedere molto tempo, poiché esistono preferenze consolidate e la moneta americana continua a essere utilizzata come unità di conto nel commercio internazionale.

... e dell'euro come moneta di riserva

In sintesi, vi sono motivi per ritenere che i rischi di un andamento flettente della crescita statunitense e del dollaro siano oggi maggiori di quelli degli anni ottanta. Tuttavia, esistono anche alcuni fattori più positivi, non da ultimo la possibilità che negli Stati Uniti la produttività cresca molto più rapidamente che altrove. Inoltre, l'esistenza di un considerevole eccesso di capacità nel settore dei beni "tradable" sta a significare che una variazione relativamente contenuta del cambio può bastare, da sola, a indurre un ingente trasferimento di risorse.

VI. I mercati finanziari

Aspetti salienti

Il connotato più significativo dei mercati finanziari globali nel 2002 è stato l'ulteriore calo di fiducia degli investitori. In un contesto già indebolito dal manifestarsi di irregolarità contabili nei bilanci societari e da un certo pessimismo circa la ripresa dell'economia, l'evento di maggior rilievo fra quelli che hanno turbato il funzionamento dei mercati è stato la rettifica dei risultati reddituali di WorldCom, una grande società di telecomunicazioni statunitense. Innalzando il premio al rischio sui mercati azionari, il deterioramento del clima di fiducia non solo ha contribuito a prolungare per il terzo anno la fase discendente dei corsi sui mercati mondiali, ma ha anche generato perdite superiori a quelle dei due anni precedenti. Gli investitori hanno tuttavia recuperato in parte le perdite nella primavera del 2003, quando i mercati azionari hanno segnato cospicui rialzi.

Il mercato delle obbligazioni private ha condiviso per qualche tempo la sfiducia che ha colpito quello azionario. A metà del 2002 gli spread creditizi sono balzati a livelli che non si registravano da oltre un decennio. Le sfavorevoli condizioni di finanziamento hanno concorso a determinare un calo pronunciato nella raccolta delle imprese nel secondo semestre dell'anno. L'attività di emissione è stata ulteriormente depressa dai tentativi del settore societario di rafforzare i bilanci e di correggere gli eccessi che erano andati accumulandosi durante la fase di forte espansione delle borse. Tali iniziative hanno favorito un ritorno di fiducia nei mercati del credito in un momento in cui gli investitori erano alla ricerca di rendimenti più elevati di quelli offerti dai titoli pubblici. Ne è conseguita una forte ripresa dell'attività sul mercato delle obbligazioni societarie verso la fine del 2002, protrattasi poi per buona parte della prima metà di quest'anno.

Nel periodo in esame la volatilità dei principali mercati finanziari si è propagata alle economie emergenti. La mutevole propensione al rischio degli investitori a livello mondiale è sembrata a tratti dominare gli andamenti dell'area, benché anche gli eventi politici locali abbiano svolto un ruolo rilevante. I paesi fortemente indebitati hanno perduto l'accesso ai mercati internazionali dei titoli di debito intorno alla metà dell'anno scorso, e i differenziali si sono ampliati anche per gli emittenti di qualità migliore. L'avversione per le attività con rating più basso si è notevolmente ridotta nella prima parte del 2003, allorché gli investitori sono tornati a ricercare più alti rendimenti. Nonostante ciò, sulle condizioni del credito hanno continuato a influire possibili ritardi nell'attuazione delle politiche annunciate.

I mercati degli immobili residenziali sono sembrati immuni da questa evoluzione globale. In molti casi i prezzi hanno mostrato una sorprendente tenuta a tre anni di distanza dal massimo storico delle quotazioni azionarie. In passato, infatti, i prezzi delle abitazioni tendevano a flettere circa due anni dopo un picco degli indici di borsa. All'epoca, tuttavia, le autorità monetarie avevano spesso fatto ricorso a un inasprimento delle condizioni del credito nell'intento di arginare le pressioni inflazionistiche. Per contro, data la recente moderazione della dinamica dei prezzi, le banche centrali hanno tagliato drasticamente i tassi ufficiali, sostenendo in tal modo i prezzi delle abitazioni.

Curve dei rendimenti e quadro macroeconomico

Gli investitori in strumenti a reddito fisso tendono ad annettere ai dati macroeconomici un'importanza maggiore di quella attribuita dai loro omologhi sui mercati azionari. A ogni importante annuncio economico gli operatori rivedono le loro valutazioni non solo sullo stato dell'economia mondiale, ma anche sulla possibile reazione delle banche centrali. Giacché gli investitori assumono posizioni improntate a ottimismo o a pessimismo in funzione di grandezze economiche non perfettamente osservabili, i movimenti del mercato possono esercitare sull'economia un influsso in certa misura indipendente. Sui mercati obbligazionari tali mutevoli percezioni sono ravvisabili soprattutto nelle curve dei rendimenti e dei tassi a termine nel comparto degli swap, divenuto sempre più il parametro di riferimento per i tassi d'interesse nelle maggiori economie.

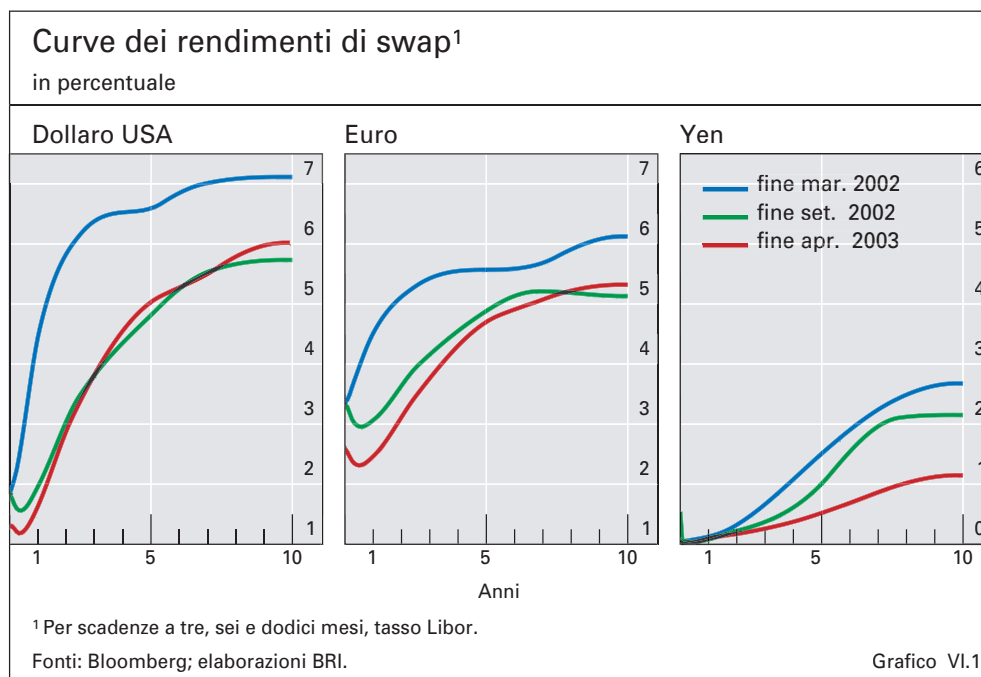
Le curve swap riflettono le aspettative sull'economia

Mutamenti nel clima di fiducia

Nel periodo in esame i mercati del reddito fisso hanno fatto registrare nette correzioni al ribasso dei prezzi in previsione di una crescita dell'economia. Durante tutto il 2001 e agli inizi del 2002 la pendenza delle curve di swap a termine ha continuato ad aumentare, a riprova dell'ottimismo circa un'imminente ripresa globale. Tuttavia, nell'aprile 2002 esse hanno cominciato ad appiattirsi nei segmenti del dollaro USA e dell'euro, e ciò ha segnato un'inversione di segno nella fiducia degli investitori circa il recupero della crescita. La loro inclinazione è rimasta calante nei sei mesi successivi (grafico VI.1), rispecchiando la costante erosione dell'ottimismo sulle prospettive economiche mondiali. Questo mutamento del clima di fiducia è tanto più degno di nota in quanto è intervenuto in un momento in cui l'attività si mostrava più robusta che in passato. Fra l'ottobre 2002 e il febbraio di quest'anno le curve sui mercati statunitensi ed europei si sono mantenute entro un margine ristretto. Per contro, in Giappone esse si sono abbassate in misura significativa durante il periodo anche a causa di ritardi nell'attuazione delle riforme finanziarie, che avrebbero ridotto la probabilità di una ripresa nel breve termine. In marzo il crollo dei prezzi petroliferi con l'inizio delle ostilità in Iraq è sembrato riportare un certo ottimismo sui mercati del reddito fisso, determinando un'accentuazione delle curve a termine.

Erosione dell'ottimismo nella prima parte del periodo sotto rassegna

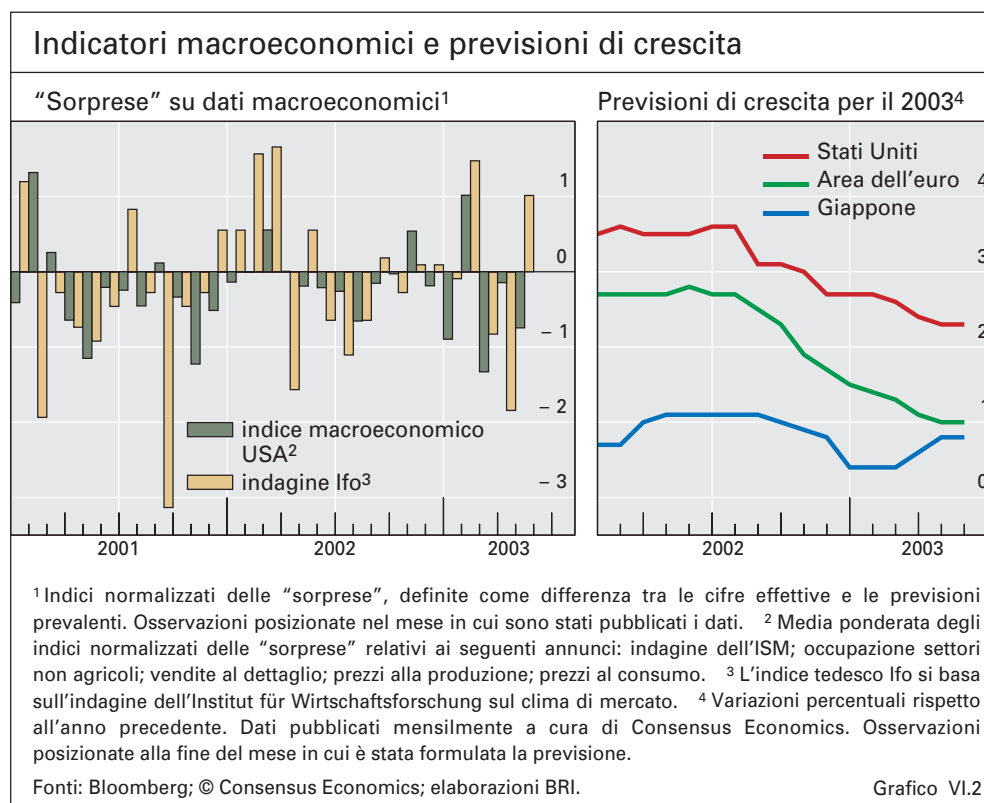
L'episodio appena descritto mostra la facilità con cui può cambiare il clima persino in un comparto, come quello obbligazionario, che si fonda su



dati macroeconomici. Nel mercato statunitense il mutamento pare essere stato innescato dai deludenti risultati nel settore dei beni durevoli, reso noto il 24 aprile 2002. Sebbene tale annuncio non sia di norma fra quelli più importanti per gli investitori a reddito fisso, questi ultimi erano in quel momento alla ricerca di segnali di un'accelerazione della spesa per investimenti delle imprese, ritenuta essenziale per la crescita dell'economia. Nelle reazioni agli annunci successivi sui dati macroeconomici, gli operatori sembrano aver prestato meno attenzione alle "sorpresa" positive che a quelle negative. Mentre nei mercati dell'euro la diffusione dei dati sull'economia americana è stata in genere seguita con interesse quasi pari a quello degli investitori statunitensi, lo sciopero indetto dal sindacato tedesco IG Metall agli inizi di maggio ha rappresentato con tutta evidenza una rilevante componente aggiuntiva del clima di mercato in Europa. In giugno e luglio gli indicatori macroeconomici più seguiti hanno confermato un indebolimento dell'economia mondiale. Solo allora gli economisti hanno cominciato a ritoccare al ribasso le loro previsioni di crescita (grafico VI.2). Sebbene il cambiamento nelle aspettative degli investitori si fosse in gran parte concluso già nel settembre 2002, la correzione verso il basso delle prospettive di sviluppo per Stati Uniti ed Europa è proseguita fino al marzo successivo.

Un altro fattore importante che ha inciso sulle aspettative degli investitori è stata la reazione delle autorità monetarie. Le maggiori banche centrali avevano abbassato in misura drastica i loro tassi ufficiali nel 2001 (Capitolo IV), e la percezione che l'orientamento della politica monetaria sarebbe stato sufficientemente espansivo pare essere stata la principale ragione di ottimismo degli investitori. Come evidenziato dalla relativa accentuazione delle curve a termine in prossimità del segmento a breve, agli inizi del 2002 prevaleva l'aspettativa che le autorità avrebbero ripreso a innalzare i tassi nei mesi successivi. Al venir meno dell'ottimismo, tuttavia, le curve hanno mostrato un

Un singolo indicatore all'origine dell'inversione di fiducia

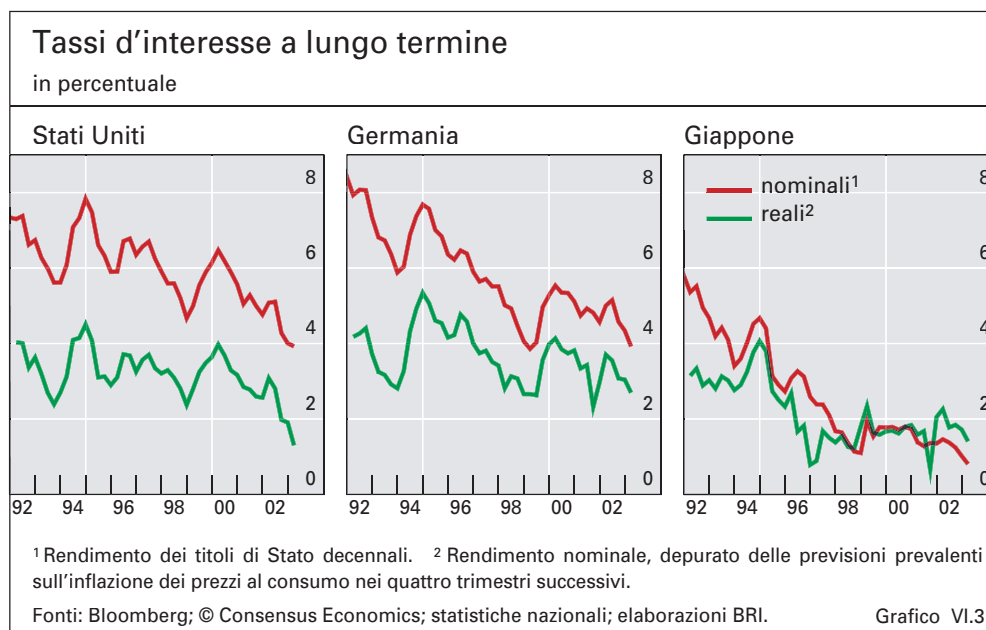


La Fed invia un segnale forte in novembre

livellamento sempre più marcato intorno alle scadenze brevi, indicando attese crescenti circa un nuovo allentamento delle condizioni creditizie. Nondimeno, si è dovuto attendere novembre, dicembre e gennaio perché rispettivamente la Riserva federale, la BCE e la Banca d'Inghilterra riducessero in sequenza i loro tassi ufficiali. La manovra sorprendentemente aggressiva della banca centrale statunitense in novembre ha costituito un segnale particolarmente forte della sua volontà di intervenire ulteriormente a sostegno degli obiettivi monetari fissati, anche in presenza di un tasso sui federal fund ormai al livello dell'1,75%.

Timori associati ai bassi rendimenti

Il conseguente calo dei rendimenti obbligazionari a livelli storicamente bassi ha dato luogo a un'inconsueta reazione emotiva del mercato. Quando agli inizi di ottobre i rendimenti a lungo termine erano scesi ai minimi degli ultimi 40 anni, taluni investitori avevano subito cominciato a temere il formarsi di una bolla speculativa. A quell'epoca, il rendimento sul bond decennale del Tesoro USA si situava al 3,56% e quelli sui corrispondenti titoli di Stato giapponesi erano ancora inferiori (grafico VI.3). Rispetto ai rendimenti a breve termine – agganciati ai tassi ufficiali –, quelli a lunga non apparivano peraltro incongrui, giacché sembravano incorporare probabili aumenti dei tassi del mercato monetario. La curva a termine derivata dai rendimenti USA, ad esempio, risultava in linea con un incremento dei tassi a breve di circa 100 punti base nei due anni successivi. Nondimeno, un breve periodo di vendite precipitose di titoli obbligazionari ha contribuito in ottobre a un rialzo dei rendimenti disgiunto dall'andamento delle grandezze macroeconomiche fondamentali.



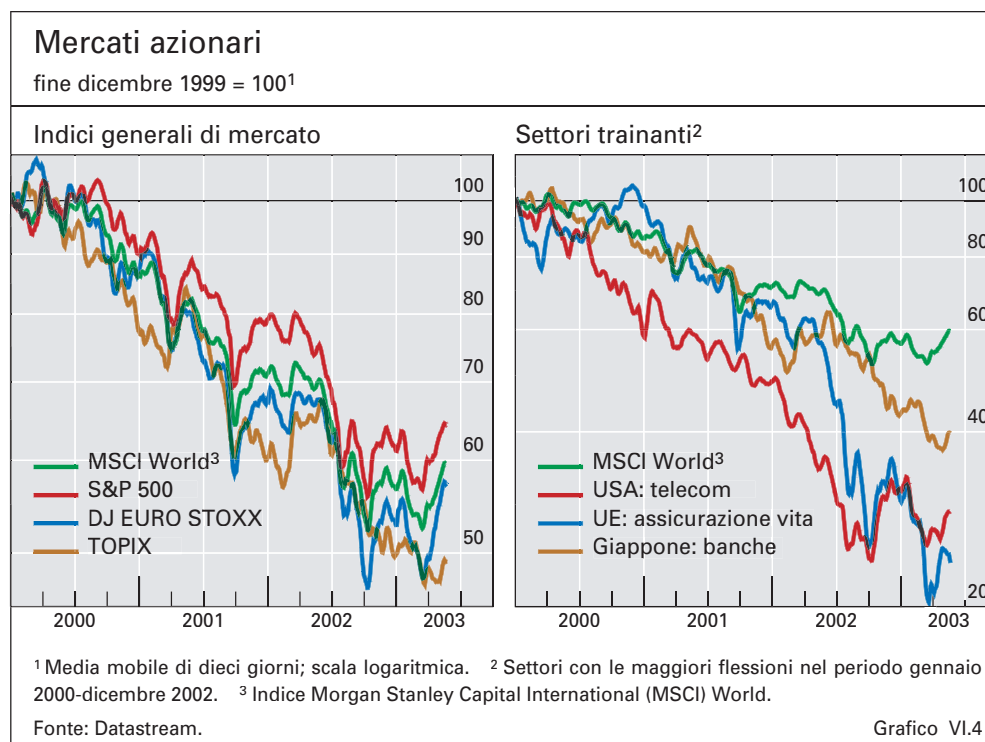
I bassi rendimenti hanno provocato una reazione inedita anche da parte di investitori abitualmente prudenti. Questi hanno mostrato una crescente propensione per i titoli più rischiosi come mezzo con cui spuntare maggiori rendimenti. Le disponibilità di titoli pubblici e di agenzie statali ad alto rating in un periodo di tassi decrescenti avevano fruttato loro utili eccezionalmente elevati. Tuttavia, fino allora i rendimenti obbligazionari erano scesi, in termini sia nominali che reali, a un livello tale da rendere improbabili ulteriori flessioni. Ciò ha indotto a ritenere che non fosse più possibile conseguire guadagni altrettanto elevati su strumenti di alta qualità. Specialmente verso la fine del periodo sotto rassegna, questa circostanza ha aumentato l'attrattiva dei titoli più rischiosi e remunerativi. Come si dirà più avanti, l'accresciuta propensione al rischio ha contribuito a un nuovo calo degli spread, consentendo ai prenditori societari e dei mercati emergenti di beneficiare di più favorevoli condizioni di raccolta.

I bassi tassi d'interesse scatenano una "corsa ai rendimenti" a livello mondiale

In tal modo, comprimendo i tassi a lunga più di quanto sarebbe altrimenti avvenuto, il pessimismo dei mercati del reddito fisso potrebbe aver di fatto contribuito alla crescita economica nel 2002. Questo effetto ha operato in parte attraverso la "corsa ai rendimenti", che ha favorito le emissioni di mutuatari privati e dei paesi emergenti, e in parte tramite l'influsso dei tassi d'interesse sui prezzi degli immobili residenziali, come verrà illustrato di seguito.

Mercati azionari

Gli investitori sui mercati azionari hanno dovuto misurarsi anche nel periodo in esame con le conseguenze degli eccessi che erano andati accumulandosi nel decennio precedente. A indurre una revisione delle valutazioni sarebbero stati non tanto gli annunci sui risultati economici delle singole imprese, quanto gli eventi che hanno intaccato la fiducia del mercato nelle prospettive del settore nel suo complesso. Agli occhi degli operatori hanno assunto



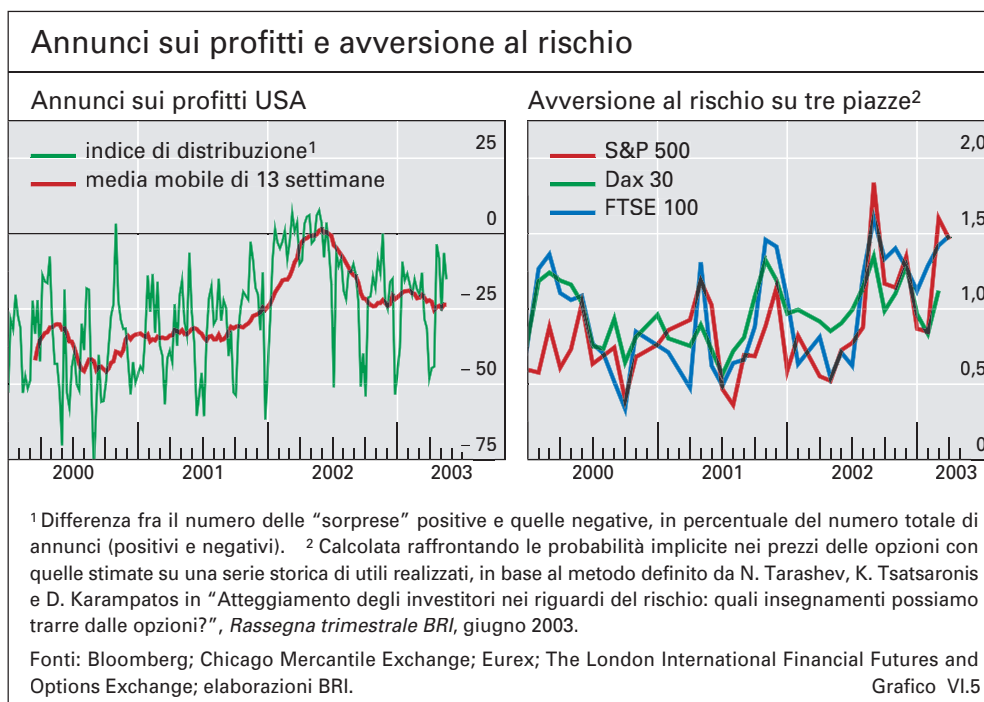
La generale perdita di fiducia non ha precedenti

particolare rilevanza le vicende che hanno messo in discussione la qualità delle informazioni fornite dalle società. Mai negli ultimi anni la correttezza delle procedure contabili e di segnalazione aveva suscitato tante perplessità. Altri eventi hanno contribuito al clima di incertezza riguardo alle dinamiche di fondo dell'economia. Ne è risultato un eccezionale crollo di fiducia a livello globale, rispecchiatosi in un brusco aumento dei premi al rischio sulle azioni e in un concomitante collasso delle quotazioni di borsa.

La caduta dei corsi azionari ha inflitto pesanti perdite agli investitori per il terzo anno consecutivo. Fra l'aprile 2002 e il marzo 2003 l'indice MSCI World ha ceduto il 23%, che è andato ad aggiungersi alla flessione del 31% registrata nel biennio precedente (grafico VI.4). Dal marzo 2000 tali perdite hanno ridotto la capitalizzazione di mercato di circa \$13 000 miliardi a livello mondiale, mentre l'indice S&P 500 è sceso del 45%, bruciando ricchezza per un ammontare pari alla metà del PNL statunitense nel 2000. In Europa e in Giappone il calo dei prezzi azionari è stato persino maggiore: il Dow Jones EURO STOXX e il TOPIX hanno perso rispettivamente il 52 e il 50%. Tuttavia, nel marzo 2003 la previsione di un conflitto di breve durata in Iraq ha sospinto i corsi azionari mondiali, e i favorevoli risultati sul versante dei profitti societari hanno prolungato i rialzi nei due mesi successivi, consentendo agli investitori di recuperare in parte le perdite subite.

Informativa e avversione al rischio

Ricerche accademiche nel campo della finanza hanno dimostrato che i prezzi azionari tendono a muoversi in funzione dell'atteggiamento degli investitori nei riguardi del rischio. Questa tesi trova particolare conferma nel periodo in esame, durante il quale i mercati hanno reagito più agli eventi che hanno



accentuato l'avversione al rischio che non alle informazioni sugli utili societari. I corsi azionari globali avevano ripreso a calare verso la fine del maggio 2002, anche se gli indicatori di profitto più seguiti segnalavano un miglioramento (grafico VI.5, diagramma di sinistra). Tale configurazione si spiega con il fatto che, a quell'epoca, l'avversione al rischio implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari (grafico VI.5, diagramma di destra) aveva cominciato nuovamente ad accentuarsi. In generale, come mostra il raffronto tra i grafici VI.4 e VI.5, i periodi segnati da forti cali dei prezzi azionari tendono a coincidere con picchi in questa misura dell'avversione al rischio.

Il periodo in esame è stato particolarmente ricco di eventi che hanno influito sull'avversione al rischio degli investitori. Proprio nel momento in cui i mercati sembravano riprendersi dalle rivelazioni che avevano condotto al fallimento di Enron nel dicembre 2001, una serie di contraccolpi è tornata a scuotere il clima di fiducia. A cavallo fra maggio e giugno 2002 le notizie in merito a nuovi attentati terroristici e le crescenti tensioni politiche fra India e Pakistan hanno innescato un'ondata di vendite sui mercati azionari. Tuttavia, l'evento che ha contrassegnato il periodo è stato la rettifica per \$3,8 miliardi della situazione contabile di WorldCom, una grande società statunitense di telecomunicazioni, resa nota il 25 giugno. Sebbene l'immediata reazione dei mercati non sia stata particolarmente drastica, essa è sembrata condizionare le risposte agli eventi successivi. Nel giro di pochi giorni, anche il produttore USA di macchine fotocopiatrici Xerox ha corretto i propri rendiconti finanziari, mentre la stampa francese divulgava la notizia che i profitti di Vivendi Universal, società operante nel settore dell'informazione, erano artificialmente gonfiati. Questi due avvenimenti hanno determinato il più accentuato declino bimestrale dei mercati azionari mondiali dal settembre 2001. Fra il 21 maggio e il 23 luglio 2002 l'indice MSCI World ha perso il 26%, tornando ai livelli del

Calo dei corsi azionari nonostante le migliorate prospettive dei profitti

L'evento esplicativo è la rettifica di WorldCom

1997. A metà gennaio 2003 anche gli eventi connessi con la guerra in Iraq hanno cominciato a pesare sui mercati: nelle cinque settimane successive le piazze statunitensi ed europee hanno lasciato sul terreno rispettivamente il 12 e il 14% della loro capitalizzazione di mercato.

Compagnie di assicurazione e banche

Sugli investitori dei mercati europei hanno inciso soprattutto le perdite subite dal settore assicurativo, che sembrano essere la principale ragione per cui gli indici azionari ampi in Europa hanno perso più terreno di quelli statunitensi. A differenza dei loro omologhi di oltreoceano, gli assicuratori europei avevano investito un'ingente quota delle loro attività in azioni, assumendo in pratica posizioni ad alto grado di leva sul mercato azionario. Di conseguenza, il diffuso ribasso degli indici di borsa nel periodo ha avuto un impatto amplificato sui prezzi delle azioni di queste società. Inoltre, a causa delle crescenti perdite sulle esposizioni azionarie, le disposizioni di vigilanza chiedevano spesso alle compagnie di liquidare le loro disponibilità. L'incertezza riguardo all'entità e alla scelta temporale delle vendite ha contribuito ad accentuare l'andamento ribassista del mercato nel suo insieme. Le negoziazioni basate essenzialmente su ordinarie esigenze di liquidità – ossia, non effettuate sulla spinta di informazioni ricevute – hanno condotto a movimenti eccessivi dei corsi sullo sfondo di incerti flussi di vendite. Episodi simili si erano verificati durante il crollo borsistico dell'ottobre 1987 e sui mercati obbligazionari in connessione con la vicenda di Long-Term Capital Management nel 1998.

Incerti flussi di vendite provocano cali eccessivi nei prezzi

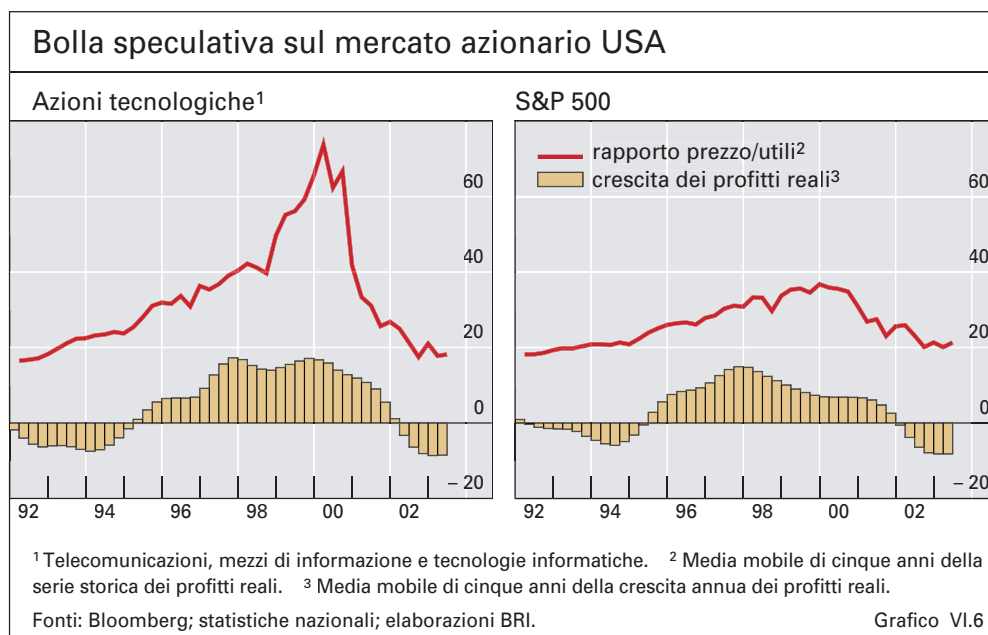
Sul clima di fiducia alla borsa di Tokyo ha influito il mutare delle aspettative circa le agognate riforme finanziarie. Nei mesi di settembre e ottobre, in particolare, gli investitori hanno oscillato tra due possibili scenari con implicazioni alquanto divergenti sui prezzi delle azioni. Secondo lo scenario allora favorito dal mercato, il governo avrebbe effettuato iniezioni di liquidità a favore delle banche in condizioni precarie, rilevandone i portafogli azionari. Nello scenario alternativo di "atterraggio duro", misure più stringenti avrebbero richiesto apporti di capitale tali da comportare in definitiva l'assunzione da parte del governo della gestione diretta delle banche. Il primo scenario è apparso più verosimile il 18 settembre, quando la Banca del Giappone ha reso nota la propria intenzione di acquistare le azioni societarie detenute dalle banche; quel giorno l'indice Nikkei 225 ha guadagnato il 2%. Il 30 settembre, tuttavia, con la nomina di un sostenitore di drastiche riforme a capo del ministero per i servizi finanziari, ha prevalso lo scenario alternativo; ne è conseguito un crollo dell'indice dell'11% nei dieci giorni seguenti.

La Banca del Giappone annuncia un piano per l'acquisto di azioni

Valutazioni e protratto esaurirsi della bolla speculativa

Il persistente declino delle quotazioni di borsa durante gli ultimi tre anni può essere visto come il lento sgonfiarsi della bolla speculativa nei mercati azionari. La lentezza di questo processo fa ritenere che gli investitori disponessero di scarse informazioni sulle grandezze economiche fondamentali, in base alle quali avrebbero potuto agire in maniera più risoluta. Come già osservato, in un siffatto contesto il clima di mercato svolge un ruolo di maggiore rilevanza. Le perdite di fiducia sono intervenute in momenti e settori

Una carenza di informazioni all'origine del protrarsi della caduta dei corsi



diversi, e sono state spesso scandite da eventi inattesi. In un primo momento, gli investitori si erano mostrati scettici sulla capacità del settore dell'alta tecnologia di mantenere elevati tassi di crescita dei profitti (grafico VI.6), e ciò ha determinato una caduta dei listini azionari. A metà del 2002 la rettifica degli utili di WorldCom ha prodotto un effetto analogo nel comparto delle telecomunicazioni, che ha depresso le quotazioni del mercato più in generale. Tuttavia, poiché gli operatori tendevano a sottoporre un settore per volta alla revisione delle proprie valutazioni, il mercato nel suo insieme non ha subito un tracollo immediato.

Il rapporto prezzo/utigli fornisce un'indicazione sulla possibile durata della fase discendente. Il generalizzato rialzo delle borse nel marzo 2003 ha spinto le valutazioni azionarie ulteriormente al di sopra dei livelli storici. Utilizzando una media mobile di cinque anni per i profitti, il rapporto prezzo/utigli dell'indice S&P 500 sfiorava in marzo i 22 punti, ben oltre la media di 17 registrata nel periodo 1961-95. Giacché questa modalità di calcolo presuppone che gli utili convergano verso il valore medio quinquennale, essa tende a sovrastimare le valutazioni correnti nel caso in cui la crescita dei profitti acceleri nel passaggio da una fase recessiva a una di ripresa. In realtà, gli analisti prevedono un sostenuto aumento degli utili che, se incorporato nel calcolo, abbasserebbe il rapporto a 16. Tuttavia, in passato questo tipo di previsioni si è sistematicamente rivelato troppo ottimistico.

Mercati creditizi

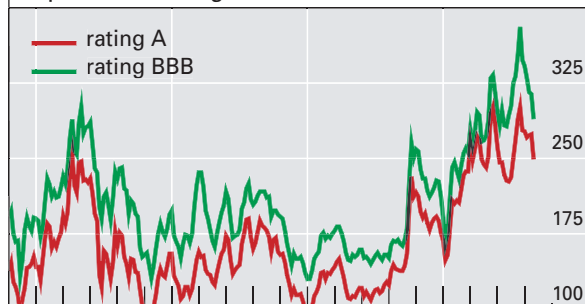
Il comparto delle obbligazioni societarie, che in passato aveva mostrato una buona tenuta, ha condiviso la perdita di fiducia diffusasi sui mercati azionari intorno alla metà dello scorso anno. Per quasi tutto il 2001 e i primi mesi del 2002 il mercato creditizio era stato il punto di forza del sistema finanziario globale, e i differenziali sui titoli delle imprese di qualità bancaria, per quanto

La perdita di fiducia si propaga al mercato delle obbligazioni societarie ...

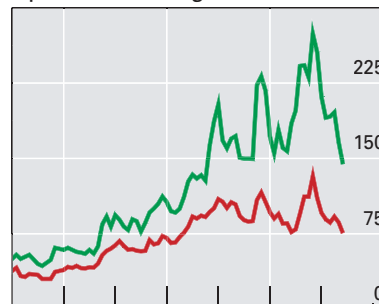
Spread e rendimenti su obbligazioni societarie

medie mensili, in punti base¹

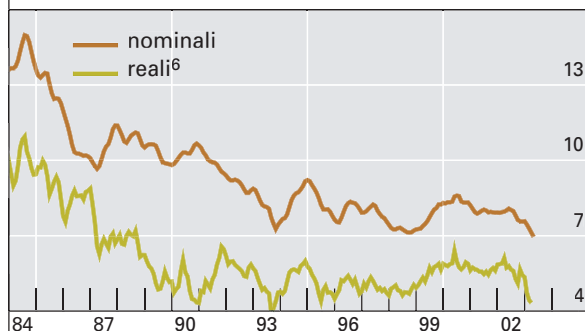
Spread su obbligazioni in dollari USA^{2, 3}



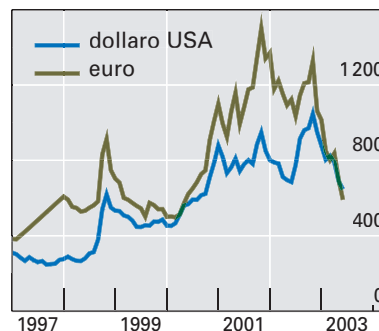
Spread su obbligazioni in euro⁴



Rendimenti di obbligazioni BBB in dollari USA^{2, 5}



Spread su obbligazioni ad alto rendimento⁴



¹ Diagramma in basso a sinistra, in percentuale. ² Rendimenti societari a lungo termine elaborati da Moody's. ³ Rispetto ai rendimenti del Treasury bond decennale. ⁴ Spread statici ("option-adjusted") sui titoli di Stato elaborati da Merrill Lynch per gli indici obbligazionari privati. ⁵ Medie mobili di tre mesi. ⁶ Rendimento nominale depurato delle previsioni prevalenti sull'inflazione dei prezzi al consumo USA nei quattro trimestri successivi.

Fonti: Bloomberg; Merrill Lynch; Moody's; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

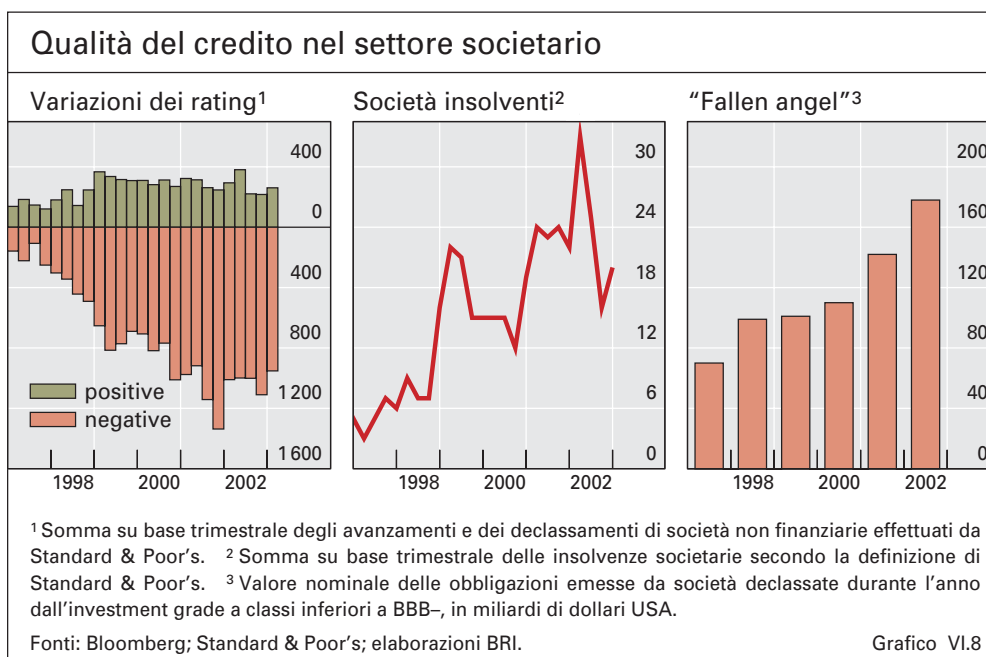
Grafico VI.7

ampi, erano rimasti piuttosto stabili anche durante la caduta dei listini azionari. Tra la fine di giugno e la metà di ottobre 2002, tuttavia, sui mercati obbligazionari di Stati Uniti ed Europa si sono verificati gravi episodi di tensione, che hanno visto estromettere la quasi totalità degli emittenti a più basso rating. Lo spread medio ponderato fra obbligazioni societarie USA a 7-10 anni con rating BBB e titoli di Tesoro di pari scadenza si è ampliato di 130 punti, rasentando il massimo di 400 punti base. In Europa si è osservata una dinamica analoga (grafico VI.7). Era dalla crisi finanziaria mondiale del 1998 che non si assisteva a un aumento degli spread creditizi così ampio e rapido, e da cinquant'anni che i differenziali a tripla B non toccavano livelli simili. Il successivo recupero dei mercati creditizi è stato altrettanto sensazionale.

Un'estate all'insegna di perturbazioni

Paradossalmente, la corsa alle vendite sul mercato delle obbligazioni private è intervenuta in un momento in cui il merito di credito delle imprese non finanziarie dava segno di stabilizzarsi, se non anche di migliorare. L'incidenza dei declassamenti aveva toccato il massimo sul finire del 2001, per cominciare poi a calare lo scorso anno (grafico VI.8). I tassi di inadempienza degli emittenti

... nonostante i segni di miglioramento degli indicatori economici



provvisi di rating hanno mostrato la stessa dinamica. Considerato che i margini di profitto erano leggermente aumentati negli Stati Uniti e nel Regno Unito e, in minore misura, nell'area dell'euro e in Giappone (Capitolo II), e che le società avevano iniziato a rafforzare i loro bilanci (si veda oltre), i "fondamentali" dell'economia non sembrano, da soli, poter giustificare l'aumento degli spread creditizi intervenuto a metà del 2002.

Invero, il nesso fra indicatori macroeconomici – specie le perdite attese per insolvenza – e spread creditizi è sempre piuttosto labile. I differenziali in genere sono un multiplo del valore implicito nelle perdite attese per insolvenza (grafico VI.9). A basse frequenze, come quelle annuali, i differenziali tendono a muoversi nella stessa direzione delle sottostanti probabilità di insolvenza; a frequenze più elevate, viceversa, la variabilità degli spread risulta molto più elevata di quella delle probabilità stimate, indipendentemente dal fatto che queste siano derivate da misure stabili come i rating creditizi o volatili come i prezzi azionari. Tra le varie imprese, inoltre, la tendenza ad assumere una dinamica convergente appare più marcata per i differenziali che non per le probabilità di insolvenza.

Un importante fattore alla base della maggiore variabilità e correlazione degli spread creditizi sono i mutamenti nell'avversione al rischio degli investitori. Questi ultimi richiedono evidentemente un premio al rischio ben superiore alle perdite presunte a fronte di insolvenze, per compensare forse la difficoltà di diversificare rischi comportanti basse probabilità di pesanti perdite, che si traduce in pratica in un'incertezza sul momento in cui si produrrà l'insolvenza e sull'entità delle eventuali perdite. Tale premio può variare indipendentemente dalle oscillazioni degli indicatori macroeconomici. Ad esempio, potrebbe cambiare nel tempo la sottostante propensione al rischio degli investitori o, in alternativa, una diversa composizione degli operatori di mercato potrebbe alterare il grado effettivo di avversione degli investitori. In

Debole nesso fra spread creditizi e probabilità di insolvenza

conclusione, i sistemi di gestione del rischio possono determinare scelte operative molto simili a quelle dettate da un'accresciuta avversione al rischio.

Analogamente ai mercati azionari, il premio al rischio richiesto sui mercati creditizi si è fortemente innalzato a metà del 2002. Il ricalcolo del rischio di credito ha interessato in modo particolare società declassate, quali WorldCom e Alcatel, produttore francese di sistemi di telecomunicazione, il cui rating era sceso dall'investment grade al disotto di BBB-. Fra le società più pesantemente coinvolte rientravano anche mutuatari esposti a possibili declassamenti, come ad esempio Ford e Tyco, il conglomerato con sede nelle Bermuda. I differenziali di queste società hanno talvolta registrato spirali al rialzo allorché gli investitori si sono orientati verso titoli i cui rating erano ritenuti meno esposti a declassamenti.

La riparametrazione del rischio è stata indotta dalle eccezionali perdite sui portafogli di titoli declassati. In particolare, la vicenda WorldCom aveva reso gli operatori più cauti nell'esporsi in misura rilevante verso società già declassate o in procinto di esserlo. Gli investitori che in maggio avevano acquistato obbligazioni WorldCom dopo l'abbassamento del suo rating a BB confidando in rendimenti elevati, e che in giugno avevano subito pesanti perdite in seguito alla rettifica contabile del colosso statunitense, sono divenuti riluttanti a lanciarsi nell'acquisto di titoli emessi da altre società declassabili. Nel contempo, gli investitori istituzionali – i cui mandati impongono spesso restrizioni alla disponibilità di titoli obbligazionari non di qualità bancaria – hanno anch'essi ridimensionato i loro portafogli a rischio.

Ad aggravare gli squilibri fra domanda e offerta di titoli a basso rating è stato il volume stesso del debito declassato lo scorso anno. Tra i principali emittenti statunitensi ed europei di obbligazioni private figuravano diversi "fallen angel" o imprese suscettibili di diventare tali. La sola WorldCom era indebitata per \$30 miliardi. Nel 2002 sono stati declassati alle categorie ad alto

Le ingenti perdite su titoli declassati portano a un ricalcolo del rischio di credito



rendimento o a rischio di insolvenza titoli investment grade per un totale di quasi \$180 miliardi, pari a un quarto delle consistenze di obbligazioni della classe "speculativa" in essere alla fine dell'anno (grafico VI.8).

Altro motivo di tensione sui mercati creditizi a metà del 2002 sono stati i timori circa l'insufficiente finanziamento delle passività previdenziali. Il calo dei corsi azionari iniziato nel 2000 aveva inflitto pesanti perdite ai gestori di fondi pensionistici a prestazione definita, che avevano investito in azioni un'ampia quota dei loro portafogli (Capitolo VII). Nell'ottobre 2002 Standard & Poor's ha abbassato il rating di diverse società statunitensi anche a causa dell'entità del sottofinanziamento dei loro programmi pensionistici, e la stessa sorte è toccata agli inizi di quest'anno ad alcune imprese europee con problemi simili.

Gli emittenti societari cominciano a ristrutturare i bilanci

Dalla metà di ottobre 2002 si è assistito a un generale miglioramento nelle condizioni del credito. I prezzi delle obbligazioni di qualità bancaria e ad alto rendimento hanno continuato a salire nonostante le correzioni al ribasso dei corsi azionari nei primi mesi del 2003. Gli spread sui titoli delle società statunitensi con tripla B sono calati di 130 punti base nell'ultimo trimestre 2002, e di ulteriori 70 punti nei primi quattro mesi di quest'anno.

Così come l'aumento del premio al rischio richiesto dagli investitori sui mercati creditizi era stato all'origine di buona parte dell'ampliamento degli spread, il calo di tale premio ha concorso in ampia misura alla loro flessione iniziale. L'ascesa dei mercati dei titoli di debito è stata trainata da alcuni "fallen angel" i cui differenziali avevano in precedenza registrato forti rialzi. Attirati dai bassi corsi, gli investitori hanno sottoscritto titoli di imprese con attività smobilizzabili o con promettenti piani di ristrutturazione. In novembre l'OPA lanciata da HSBC su Household International – grande società statunitense operante nel credito al consumo, che all'epoca aveva incontrato difficoltà nell'accesso ai mercati dei capitali – ha contribuito a rafforzare la fiducia degli investitori nelle prospettive di altre imprese con analoghi problemi di finanziamento.

Il riconoscimento dei progressi compiuti dalle aziende nel ristrutturare i bilanci ha protratto nel corrente anno la fase rialzista dei mercati creditizi. Le società avevano avviato tale processo di consolidamento già nel 2001, operando tuttavia più una ricomposizione che non un ridimensionamento delle passività. In particolare, esse avevano allungato la durata del debito in modo da diminuire la loro esposizione al rischio di liquidità. Inoltre, i tagli apportati agli investimenti in beni capitali avevano concorso a stabilizzare i livelli di indebitamento dei settori societari di Stati Uniti ed Europa, dopo diversi anni di forti aumenti (grafico VI.10). Le società statunitensi avevano altresì provveduto a ridurre i riacquisti di azioni proprie che, sul finire degli anni novanta, erano cresciuti in misura sensibile.

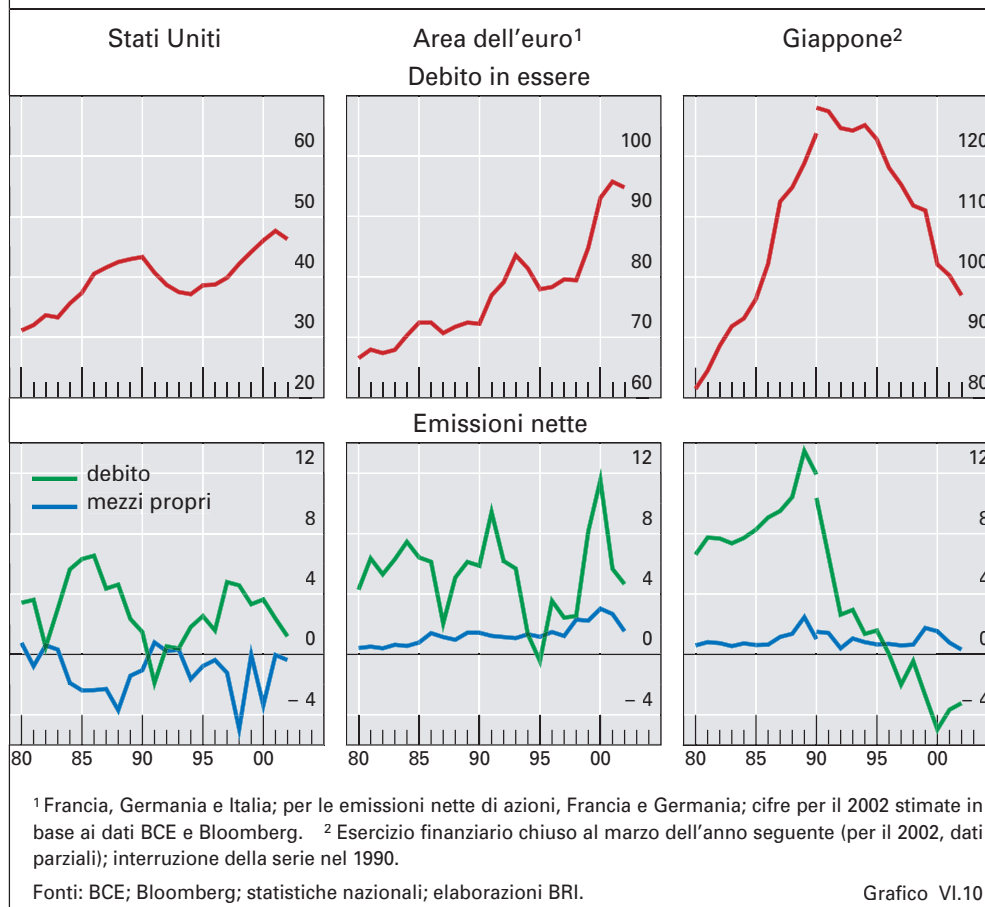
Nel 2002 il processo di ristrutturazione ha cominciato ad accelerare. Le imprese che avevano aumentato il ricorso al capitale di prestito negli anni di forte crescita, sia per acquisire attività nel frattempo notevolmente deprezzate sia per riacquistare azioni a prezzi inflazionati, hanno intensificato

Forte recupero dei mercati creditizi a partire dall'ottobre 2002 ...

... grazie al consolidamento dei bilanci societari

Indebitamento delle società non finanziarie

in percentuale del PIL nominale



gli sforzi volti a consolidare i bilanci. A causa delle difficoltà incontrate nel rifinanziamento delle passività in scadenza a fronte di una domanda fortemente ridotta dei loro titoli, le maggiori società declassate sono state quelle che si sono spinte più avanti nei programmi di ristrutturazione. In conseguenza delle minori richieste di fondi e della virtuale chiusura del mercato delle obbligazioni societarie a metà del 2002, le emissioni nette delle imprese statunitensi sono scese lo scorso anno al livello più basso da quasi un decennio, pur rimanendo di segno positivo. La raccolta delle società europee è parimenti rallentata. In Giappone gli emittenti privati hanno continuato a rimborsare il debito, proseguendo una tendenza iniziata dieci anni prima.

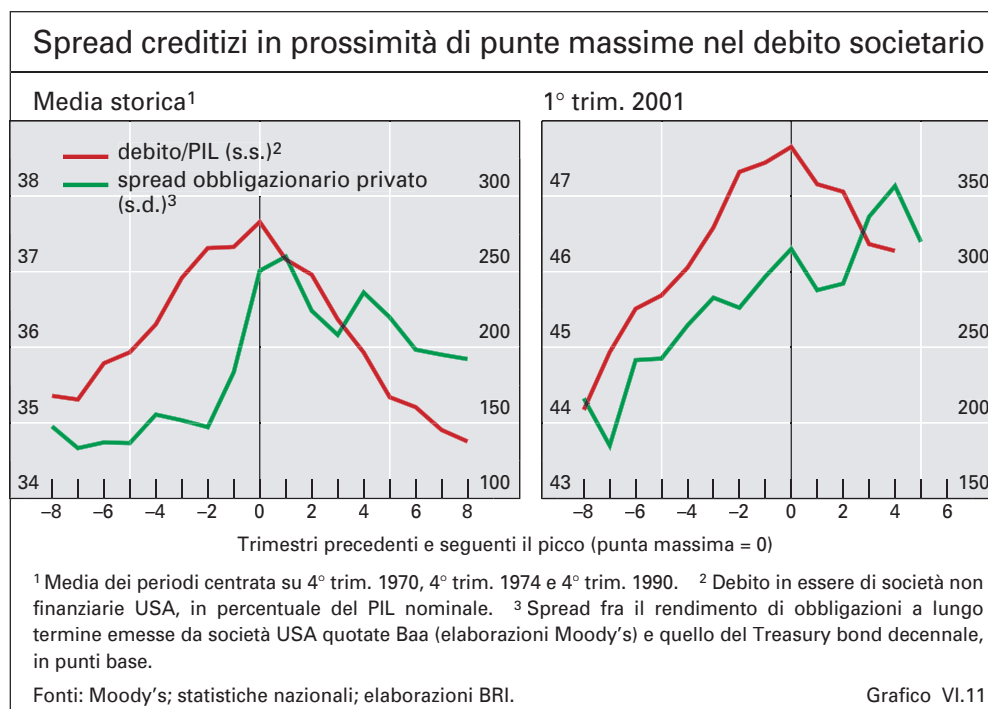
Le società che desiderano consolidare i bilanci tendono di norma a raccogliere capitale azionario, ma la lunga fase di ribassi delle borse ha reso questa modalità di finanziamento assai poco attraente. Conseguentemente, a differenza del precedente periodo di riduzione del grado di leva finanziaria nei primi anni novanta, nel 2002 le emissioni nette di azioni sono rimaste deboli (grafico VI.10). Ciò non ha di fatto impedito ad alcune società di rivolgersi ai mercati azionari. Diverse compagnie assicurative europee hanno emesso warrant che conferivano agli azionisti il diritto di aggiudicarsi nuove azioni a un prezzo fortemente scontato. Agli inizi del 2003 le banche giapponesi hanno emesso nuove azioni ordinarie e privilegiate, in parte a favore di entità

collegate (Capitolo VII). Fra queste operazioni figura la più ingente offerta di azioni ordinarie mai lanciata da un'impresa privata in Giappone e la prima effettuata da una banca nipponica dagli anni ottanta. Altre società hanno inoltre collocato obbligazioni convertibili rimborsabili unicamente contro titoli azionari.

Gli investitori sono stati dapprima esitanti a premiare gli sforzi delle società impegnate nella riduzione del capitale di prestito. In netto contrasto con passati episodi di ristrutturazioni societarie, nel 2002 gli spread creditizi hanno continuato ad ampliarsi anche dopo che la tendenza ascendente della leva finanziaria era stata invertita (grafico VI.11). Si è dovuto attendere quasi un anno dal picco del rapporto debito/PIL del settore societario USA perché gli investitori cominciarono a ricalcolare il rischio di insolvenza e a ridurre le corrispondenti aspettative di perdita.

Visto il crollo ai minimi storici dei rendimenti su obbligazioni di Stato e altri titoli ad alto rating fra l'ultima parte del 2002 e gli inizi del 2003, gli investitori alla ricerca di maggiori guadagni sono sembrati disposti ad aumentare la loro esposizione al rischio di credito, confortati anche dalle aspettative di un ulteriore miglioramento del merito di credito delle imprese. Qualora tali aspettative dovessero dimostrarsi troppo ottimistiche, la fase rialzista dei mercati creditizi potrebbe interrompersi. Le misure del rischio di inadempienza derivate dai prezzi azionari restano elevate per i settori non finanziari di Stati Uniti ed Europa, a riprova della perdurante debolezza dei bilanci societari (grafici VI.9 e VII.2). Oltre a ciò, i livelli di debito delle imprese statunitensi e, soprattutto, europee continuano ad essere alti se rapportati alla dimensione dell'economia. Vero è che rendimenti nominali eccezionalmente bassi concorrono a rendere gestibili i costi del servizio del debito. Tuttavia, se depurati della componente inflazionistica, tali rendimenti non si situano molto al disotto

Il debito delle imprese resta su livelli elevati



della media 1990–2000 (grafico VI.7), o sono persino maggiori per quei settori, come il manifatturiero, dove i prezzi alla produzione stanno calando. Ne consegue che, per talune imprese, gli attuali livelli debitori potrebbero creare difficoltà nel più lungo periodo.

Derivati su crediti e integrazione dei mercati

In aggiunta ai fattori ciclici sopra menzionati, l'evoluzione dei mercati dei titoli di debito nel periodo in esame è stata contrassegnata da mutamenti di natura strutturale. I mercati creditizi e azionari sono oggi più integrati che in passato, e altrettanto può dirsi per alcuni segmenti all'interno degli stessi mercati creditizi. Se da un lato l'integrazione migliora il processo di formazione dei prezzi, facilitando il loro adeguamento nei diversi mercati finanziari in funzione di nuove informazioni, dall'altro essa rischia di creare nuove vulnerabilità.

Il crescente impiego di modelli per la valutazione del rischio di credito contribuisce a rafforzare il legame tra prezzi obbligazionari e corsi azionari. Sono attualmente allo studio modelli per il rischio creditizio costruiti sulla scorta di quelli quantitativi adottati dalle istituzioni finanziarie per la gestione del rischio di tasso. I modelli più diffusi ricalcano l'approccio strutturale proposto per primo da Robert Merton nel 1974, secondo cui si ha insolvenza nel momento in cui il valore delle attività di un'impresa scende al disotto dell'ammontare nominale del suo debito. In tali modelli, il processo che conduce all'insolvenza di un'impresa dipende esplicitamente dal livello delle sue passività, nonché dal valore di mercato e dalla variabilità dell'attivo. Per stimare quest'ultima, gli operatori utilizzano in genere come proxy la volatilità delle azioni, introducendo così un ulteriore effetto di retroazione dei mercati azionari su quelli del credito.

Tali effetti di retroazione sono stati particolarmente pronunciati a metà del 2002 a causa dell'accresciuta presenza degli hedge fund sui mercati dei titoli di debito. La tendenza degli investitori istituzionali a concentrarsi sui valori a più alto rating ha lasciato scoperti taluni segmenti di mercato sui quali le strategie di investimento e le prassi di gestione del rischio dei fondi speculativi hanno esercitato un influsso crescente. A differenza degli investitori istituzionali, gli hedge fund misurano l'affidabilità creditizia valendosi non tanto dei rating, quanto di modelli di pricing del rischio di credito.

I legami tra i prezzi del credito e delle azioni sono stati rafforzati anche dallo sviluppo di meccanismi per il trasferimento del rischio creditizio, e in particolare dai mercati degli strumenti derivati. Prima della nascita di questi strumenti, i mercati del credito figuravano tra quelli meno liquidi. Le emissioni di obbligazioni private sono spesso di taglio modesto; prevedono in molti casi opzioni o altre caratteristiche peculiari che ne rendono complessa la tariffazione; sono difficili da sottoscrivere e, quindi, da vendere allo scoperto in previsione di un ampliamento degli spread, con il risultato che – una volta acquisite dagli investitori istituzionali – tendono a essere scarsamente negoziate sui mercati secondari. Di conseguenza, in passato le variazioni dei prezzi delle obbligazioni societarie erano spesso determinate da fattori temporanei o idiosincratici. Ciò ha innalzato i costi dell'utilizzo di tali titoli a fini speculativi o di gestione del rischio.

Nuovi modelli di gestione del rischio collegano i mercati creditizi e azionari ...

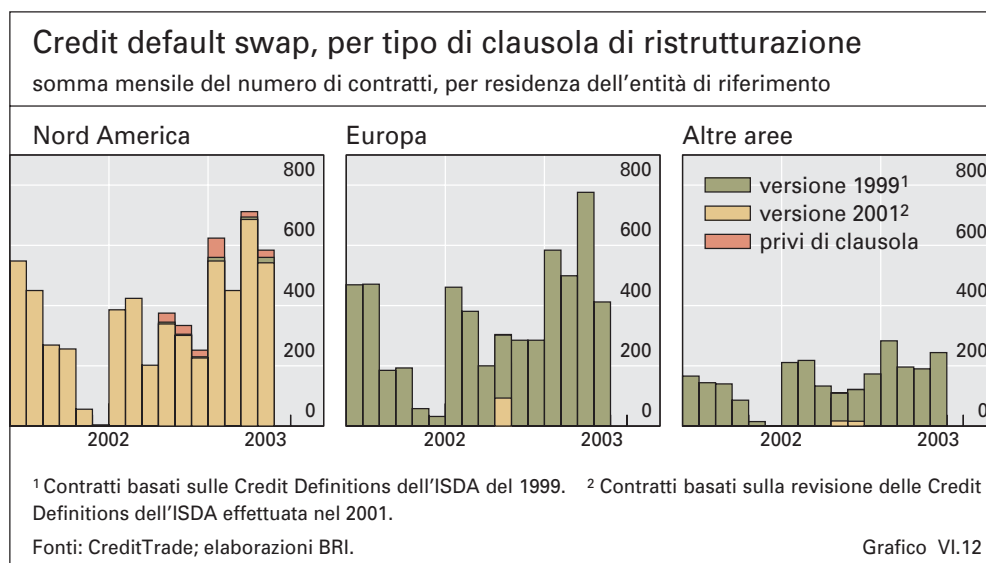
Lo sviluppo di mercati dei derivati su crediti, specie del comparto dei credit default swap, ha contribuito ad abbassare tali costi. I credit default swap (CDS) consentono di enucleare il rischio di credito da altre forme di rischio incorporate in uno strumento finanziario, e di negoziarlo separatamente. In un contratto CDS l'acquirente della protezione creditizia corrisponde al venditore della medesima una commissione periodica analoga al differenziale fra il rendimento del titolo e il tasso d'interesse privo di rischio. In caso di insolvenza del debitore di riferimento, l'acquirente consegna generalmente al venditore il debito dovuto dall'inadempiente in cambio del versamento di un importo forfettario pari al valore facciale del debito. In buona sostanza, un CDS si configura come un contratto di assicurazione contro le perdite derivanti da insolvenza.

... mentre i derivati su crediti facilitano il processo di price discovery

Il comparto dei CDS è cresciuto enormemente negli ultimi anni (grafico VI.12 e Capitolo VII). Inoltre, gli operatori si sono congiuntamente adoperati per promuoverne la liquidità attraverso la standardizzazione delle clausole contrattuali, e molti di essi giudicano ora questo mercato più liquido di quello delle obbligazioni societarie. In particolare, è divenuto più facile assumere posizioni corte acquistando la protezione sul mercato dei CDS. Ciò ha ridotto il costo delle operazioni di copertura e di speculazione sui mercati creditizi, o fra questi ultimi e i mercati azionari.

Sebbene a tutt'oggi la stragrande maggioranza degli swap conclusi su società inadempienti sia stata esercitata senza difficoltà, le controversie in merito agli eventi che costituiscono insolvenza – in particolare, il trattamento delle ristrutturazioni del debito – potrebbero ancora pregiudicare la liquidità del mercato dei CDS, che già presenta una segmentazione geografica. Infatti, mentre nei mercati europei prevalgono i contratti basati sulla documentazione originaria pubblicata dall'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) nel 1999, in quelli statunitensi vengono per lo più utilizzati i contratti formulati secondo l'interpretazione più restrittiva delle Credit Definitions del 2001 (grafico VI.12). La frammentazione si è ulteriormente accentuata a metà dello scorso anno in seguito all'esercizio dei default swap

Le controversie sul trattamento delle ristrutturazioni nei credit default swap ...



su Xerox. L'esperienza con il produttore USA di fotocopiatrici ha indotto alcuni dei principali venditori di protezione, soprattutto garanti finanziari e altre compagnie di assicurazione, a rifiutarsi di stipulare contratti comprendenti ristrutturazioni di qualsiasi tipo fra gli eventi di insolvenza. Essi sostenevano che il rifinanziamento delle passività alla base degli swap su Xerox non scaturiva da un deterioramento nelle condizioni finanziarie della società, e che pertanto non andava considerato alla stregua di evento di insolvenza. Un aspetto che preoccupava in modo particolare i venditori di protezione era la possibilità che i partecipanti a consorzi sindacati potessero deliberatamente negoziare una ristrutturazione con l'intento di far scattare un'inadempienza e, quindi, di attivare un CDS.

... potrebbero pregiudicare la liquidità

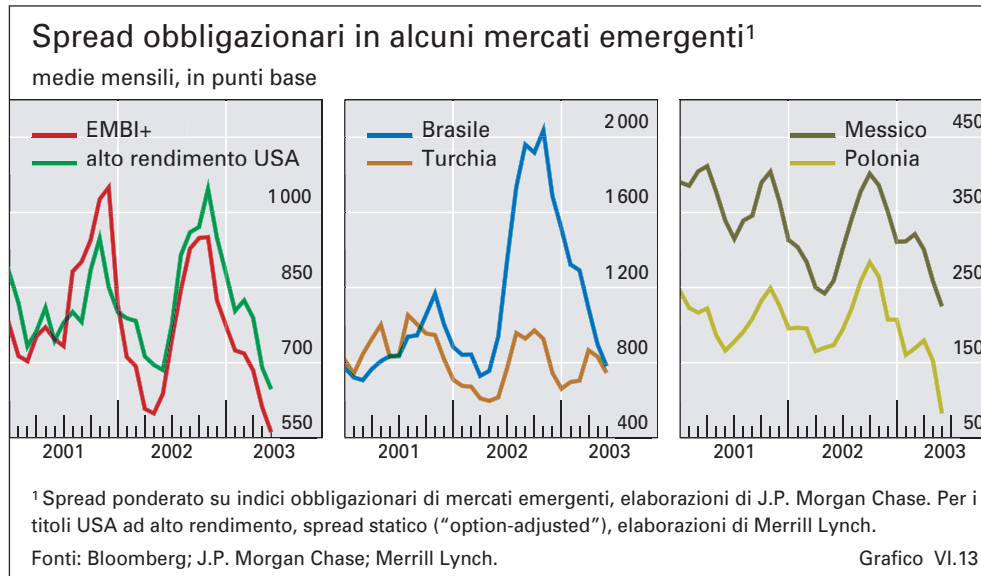
Nel maggio 2003 sono iniziate le negoziazioni di contratti che contemplano un'ulteriore modifica alla clausola di ristrutturazione, ma non è ancora chiaro se tale nuova formulazione condurrà o meno a una convergenza. In Europa gli acquirenti di protezione, specie le banche, prediligono i contratti contenenti un'accezione ampia di ristrutturazione, poiché sulle piazze europee i problemi di pagamento vengono in genere risolti per mezzo di trattative informali fra le controparti. Una dichiarazione formale di fallimento tende infatti a essere associata a un'insolvenza e, conseguentemente, viene di rado sollecitata. Per converso, negli Stati Uniti gli acquirenti della protezione creditizia sono disposti ad accettare definizioni più vincolanti di ristrutturazione, poiché le imprese che richiedono l'ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del "Chapter 11" hanno la facoltà di procedere a una ristrutturazione prima di essere dichiarate insolventi. Inoltre, sul trattamento delle ristrutturazioni del debito ha parimenti influito il proposto Nuovo Accordo di Basilea sul capitale, laddove prescrive che i CDS impiegati allo scopo di ridurre i requisiti patrimoniali prudenziali delle banche ricomprendano tra gli eventi di insolvenza le ristrutturazioni che comportano perdite su crediti, a meno che non sia la banca a decidere di avviare la ristrutturazione.

Finanziamento esterno del debito delle economie emergenti

Le condizioni del finanziamento sui mercati internazionali dei titoli di debito hanno rispecchiato quelle prevalenti sui mercati creditizi. I paesi fortemente indebitati hanno perso l'accesso al mercato intorno alla metà del 2002, per poi beneficiare di un costante miglioramento degli spread a partire da metà ottobre. L'attenzione degli investitori in molti mercati emergenti si è focalizzata sugli sviluppi politici: avvicendamenti di governo in Brasile, Turchia ed Ecuador, tensioni sociali in Venezuela e Nigeria, attentati terroristici in Colombia e Indonesia, minacce alla sicurezza nazionale in Corea e la conclusione dei negoziati di adesione all'Unione europea nell'Europa centrale e orientale. Nondimeno, il mutevole atteggiamento degli investitori internazionali verso il rischio è parso a tratti prevalere sugli effetti degli avvenimenti locali.

Fonti di contagio

Nel periodo sotto rassegna il Brasile e la Turchia hanno subito il più grave deterioramento delle condizioni di accesso ai mercati obbligazionari



internazionali. Gli operatori avevano iniziato a disfarsi di attività brasiliane nel maggio 2002, allorché nella corsa alle elezioni presidenziali guadagnava terreno un candidato considerato dagli investitori poco favorevole a politiche orientate al mercato (grafico VI.13). Analogamente, i timori sullo stato di salute del primo ministro turco e le dimissioni improvvise di vari membri del governo avevano provocato in giugno una fuga dalle attività del paese. Alla fine di luglio il differenziale ponderato sui titoli di Stato brasiliani si era più che triplicato, salendo a 2 400 punti base, mentre lo spread sulle obbligazioni turche era quasi raddoppiato a 1 000 punti.

Ai primi di agosto l'intervento dell'FMI – sotto forma di un nuovo accordo di prestito per \$30 miliardi con le autorità brasiliane e l'erogazione dei fondi promessi alla Turchia – ha contribuito a stabilizzare i mercati del debito e dei cambi. Le rassicurazioni dei leader politici circa il loro impegno a perseguire una rigorosa disciplina di bilancio e riforme strutturali hanno infine ristabilito un certo grado di fiducia, e nei mesi tra la fine del 2002 e gli inizi del 2003 i mercati dei due paesi hanno segnato forti recuperi.

Malgrado la gravità delle turbolenze che hanno colpito Brasile e Turchia, gli avvenimenti in questi paesi hanno avuto un modesto impatto su altri mercati emergenti. In effetti, gli investitori hanno operato una minore differenziazione tra la qualità dei crediti in occasione delle svendite in Brasile e Turchia. Tuttavia, la correlazione tra le dinamiche degli spread obbligazionari nei vari mercati emergenti è stata generalmente meno pronunciata nel 2002 che nelle passate crisi finanziarie.

Il canale più importante di contagio nel periodo sotto rassegna è stato il mutato atteggiamento degli investitori internazionali nei confronti del rischio. Il ricalcolo del rischio di credito a seguito della rettifica contabile di WorldCom nel giugno 2002 ha determinato un ampliamento degli spread creditizi per numerosi mutuatari di mercati emergenti. Invero, negli ultimi anni i premi al rischio nell'insieme di quest'area si sono mossi in sorprendente sintonia con i differenziali sui titoli ad alto rendimento USA, nonostante le diverse grandezze economiche sottostanti (grafico VI.13).

Turbolenze sui mercati di Brasile e Turchia

L'avversione globale al rischio prevale sugli sviluppi locali

Mentre i paesi pesantemente indebitati sono stati di fatto esclusi dai mercati obbligazionari internazionali a metà 2002, anche prenditori sovrani di qualità bancaria – come Messico e Polonia – hanno subito un aumento degli spread. Nondimeno, le condizioni di finanziamento di questi mutuatari sono rimaste relativamente favorevoli, poiché l'ampliamento dei differenziali è stato compensato da minori rendimenti in dollari e in euro. I prenditori dei mercati emergenti con rating investment grade hanno concorso nel 2002 al 59% della raccolta lorda sui mercati internazionali delle obbligazioni e del credito, rispetto al 47% del 2001.

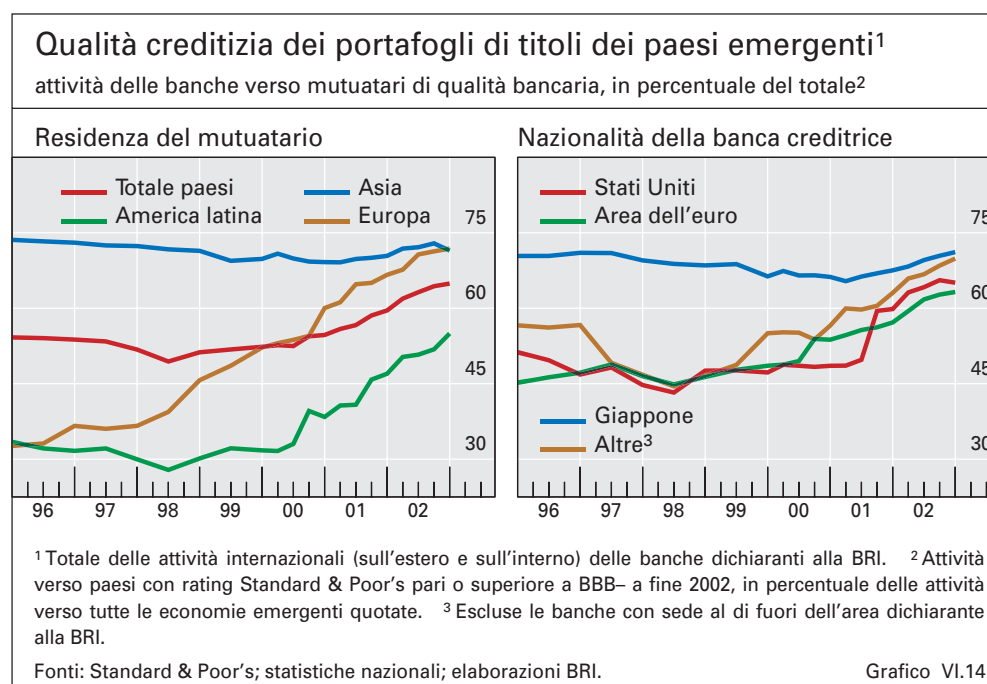
Debole miglioramento dell'accesso al mercato agli inizi del 2003

Il generale miglioramento delle condizioni creditizie tra la fine del 2002 e gli inizi del 2003 ha permesso ai mutuatari con più basso rating di fare ritorno al mercato internazionale dei titoli di debito. Di fatto, il basso livello dei rendimenti su strumenti liquidi sicuri in dollari USA ha reso particolarmente appetibili per gli investitori i titoli di debito delle economie emergenti. I fondi comuni che investono su questi mercati hanno registrato afflussi record nella prima parte di quest'anno, e vari paesi fortemente indebitati – che avevano adottato misure impegnative per rafforzare la propria posizione sull'estero – sono stati prescelti da numerosi investitori alla ricerca di maggiori rendimenti. Nondimeno, il loro accesso ai mercati internazionali è rimasto precario, essendo subordinato, in particolare, a costanti miglioramenti nelle politiche, al mantenimento della stabilità macroeconomica e all'erogazione di fondi precedentemente concordati.

Le banche si spostano verso crediti con rating più elevato

Le banche riducono il credito internazionale ai mutuatari con più basso rating ...

La ricomposizione dei portafogli bancari di titoli dei paesi emergenti è indicativa della misura in cui i mutuatari con più basso merito di credito hanno perso l'accesso ai mercati internazionali nel 2002. A fine anno la quota dei crediti verso paesi con rating di qualità bancaria sul totale delle attività esterne delle

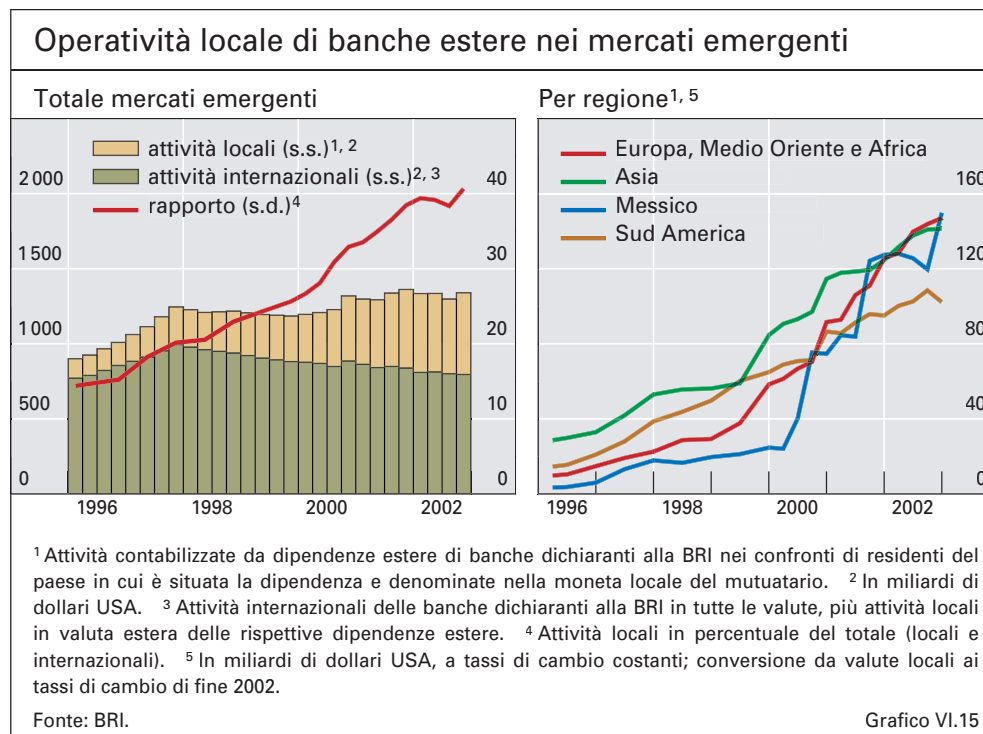


banche verso economie emergenti era salita al 65%, rispetto al 60% di fine 2001 (grafico VI.14). Tale aumento è in gran parte ascrivibile alle riduzioni dei prestiti a favore del Brasile e di altri paesi sudamericani. Anche in altre regioni si è assistito a uno spostamento verso prenditori con maggiore affidabilità. Per di più, tale preferenza è riscontrabile in diversi sistemi bancari: gli istituti asiatici, europei e nordamericani hanno tutti ridotto le esposizioni connesse con crediti di qualità non bancaria.

La contrazione dei finanziamenti bancari internazionali a prenditori di qualità inferiore non è stata però compensata da un aumento del credito a mutuatari con rating più elevato. Le attività bancarie sull'estero verso i mercati emergenti si sono nel complesso contratte per il quinto anno consecutivo. Nondimeno, alcune aree hanno di fatto beneficiato di nuovi prestiti internazionali; le banche hanno in particolare accresciuto gli impieghi in favore dei paesi candidati all'ingresso nella UE. In altre regioni, specie in Asia, la domanda di finanziamenti esteri è invece rimasta debole.

Nello stesso tempo, le banche hanno continuato a espandere la loro presenza diretta nei mercati emergenti. L'esperienza dell'Argentina aveva sollevato interrogativi circa l'operatività futura degli istituti esteri in questi mercati, compresa la loro disponibilità a partecipare ad attività economiche finanziate localmente. Dalla metà degli anni novanta le banche estere avevano fortemente accresciuto l'attività locale: alla fine del 2001 gli impieghi sull'interno in moneta locale concorrevano al 38% dei crediti bancari verso i mercati emergenti (grafico VI.15). Dopo la crisi argentina, alcune banche hanno di fatto ridimensionato l'operatività in Sud America. Tuttavia, ciò è stato più che compensato dalla crescita dell'attività locale in Messico, Europa centrale e orientale ed Est asiatico. Di conseguenza, gli impieghi sull'interno hanno

... pur continuando a espandere le attività sull'interno



continuato ad aumentare, raggiungendo alla fine del 2002 il 41% delle attività totali verso i mercati emergenti.

Il rebus dei prezzi delle abitazioni

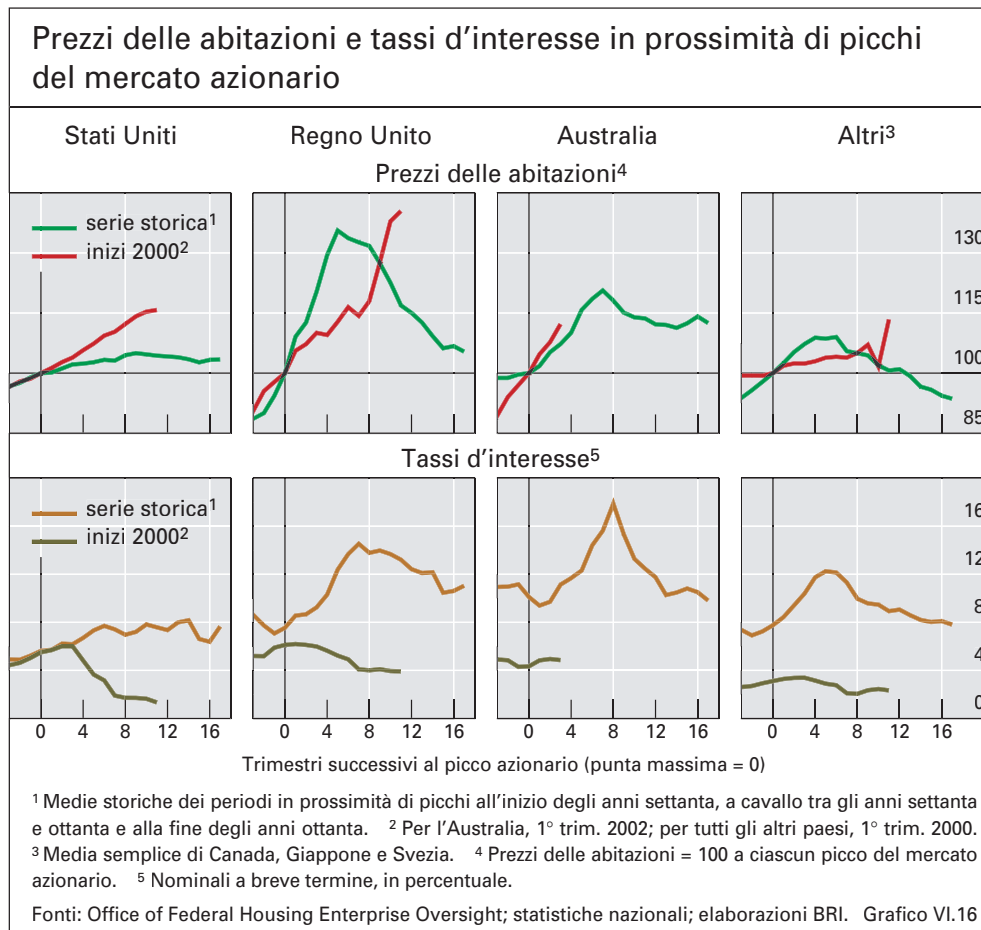
Gli sviluppi nei mercati azionari contengono importanti indizi sul comportamento futuro dei prezzi delle abitazioni. Azioni e immobili rappresentano le maggiori componenti della ricchezza delle famiglie nei paesi sviluppati, e nel lungo periodo i loro valori tendono a muoversi in parallelo. Invero, uno degli andamenti più appariscenti degli ultimi trent'anni in molti di questi paesi è stata la tendenza dei prezzi delle abitazioni a toccare il punto di svolta superiore dopo un picco dei corsi azionari. Tuttavia, l'assenza di pressioni inflazionistiche nell'attuale ciclo economico e il corrispondente calo dei tassi d'interesse seguito ai recenti massimi degli indici di borsa sembrano aver modificato tale correlazione.

I prezzi degli alloggi hanno continuato a salire malgrado il crollo delle azioni ...

A tre anni dall'inizio della caduta dei mercati azionari, i prezzi delle abitazioni sono ancora saliti in molti paesi. Nel quinquennio conclusosi alla fine del 2002 essi hanno fatto registrare aumenti di almeno il 50% nel Regno Unito, in Australia, Spagna, Paesi Bassi e Irlanda, e di oltre il 20% negli Stati Uniti, in Belgio e nei paesi nordici. Alla fine dello scorso anno l'incremento su base annua dei prezzi in termini reali era del 23% nel Regno Unito, del 16% in Australia e del 5% negli Stati Uniti. Anche in Canada, Danimarca, Italia, Spagna e Svezia i prezzi hanno continuato a salire. In genere, ciò si è accompagnato a una rapida crescita dell'indebitamento delle famiglie (Capitolo II).

A cavallo tra il 2002 e il 2003 sono affiorati i primi segnali di una perdita di vigore dei mercati immobiliari, i quali potrebbero persino avere ormai raggiunto il punto di massima in alcuni paesi. In Australia il ritmo di aumento delle unità residenziali messe all'asta e vendute a Sydney è andato diminuendo dal giugno 2002. Inoltre, il tasso trimestrale di crescita dei prezzi delle abitazioni si è stabilizzato intorno al 3-4% negli ultimi nove mesi dell'anno, dopo aver toccato il massimo del 5% nel terzo trimestre 2001. Verso la fine del 2002 la crescita dei prezzi degli alloggi è rallentata anche in Spagna, diventando addirittura negativa nei Paesi Bassi. Nel Regno Unito le compravendite hanno toccato un picco nel terzo trimestre 2002, e il tasso di crescita su tre mesi dei prezzi degli alloggi è caduto dall'8,2% a poco meno del 2% nel quarto trimestre. In aggiunta, i prezzi nella fascia alta del mercato immobiliare britannico sono notevolmente calati durante lo scorso anno. Non altrettanto chiara appare la situazione negli Stati Uniti, dove nel quarto trimestre 2002 i prezzi delle abitazioni hanno fatto registrare la crescita trimestrale più bassa dal 1997, e le nuove licenze edilizie per unità residenziali private sono scese del 7% tra febbraio e marzo di quest'anno. Tuttavia, le vendite di nuove abitazioni hanno accelerato in marzo, dopo essere diminuite in gennaio e febbraio, e i tassi ipotecari sono rimasti prossimi ai livelli minimi degli ultimi quarant'anni.

Anche nel caso in cui i prezzi delle abitazioni toccassero la punta massima nel prossimo futuro, l'intervallo tra i picchi dei mercati azionario e immobiliare sarebbe comunque superiore alla media storica. Come mostra il grafico VI.16, in passato i massimi toccati dai prezzi degli alloggi hanno



seguito con un intervallo di circa due anni e mezzo quelli dei listini di borsa. Prendendo a campione undici paesi sviluppati (Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Italia, Norvegia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera), tra il 1970 e la fine del 2002 si sono osservati 35 picchi sui mercati azionari e 28 su quelli delle abitazioni. Tra il 1972 e il 1976 in tutti i paesi considerati si è verificato almeno un picco delle borse e in nove di essi anche i prezzi degli alloggi hanno toccato un massimo. Del pari, tra il 1986 e il 1990 in nove paesi si sono osservati picchi degli indici azionari, seguiti a breve distanza da punte massime dei corsi immobiliari in otto di essi. L'analisi statistica indica che la probabilità di registrare un massimo dei prezzi immobiliari in uno qualunque degli anni considerati nel campione è dell'8% circa. Essa sale tuttavia al 30% nell'anno successivo a un picco dei corsi azionari e al 70% nei tre anni dopo tale picco.

Il perdurante vigore dei prezzi delle abitazioni sembra essere collegato al declino dei tassi d'interesse. In generale, nell'ultimo ciclo economico le pressioni inflazionistiche sono state meno intense che nei cicli precedenti. Di conseguenza, le autorità monetarie hanno potuto impiegare il margine di manovra addizionale per tagliare i tassi ufficiali (Capitolo IV). Come mostra il grafico VI.16, nei periodi precedenti i tassi a breve termine erano di regola cresciuti nei due anni successivi ai picchi azionari, rispecchiando la risposta delle autorità monetarie alle pressioni inflazionistiche. Nel ciclo attuale,

... a indicazione di un intervallo superiore alla media tra i picchi dei due mercati

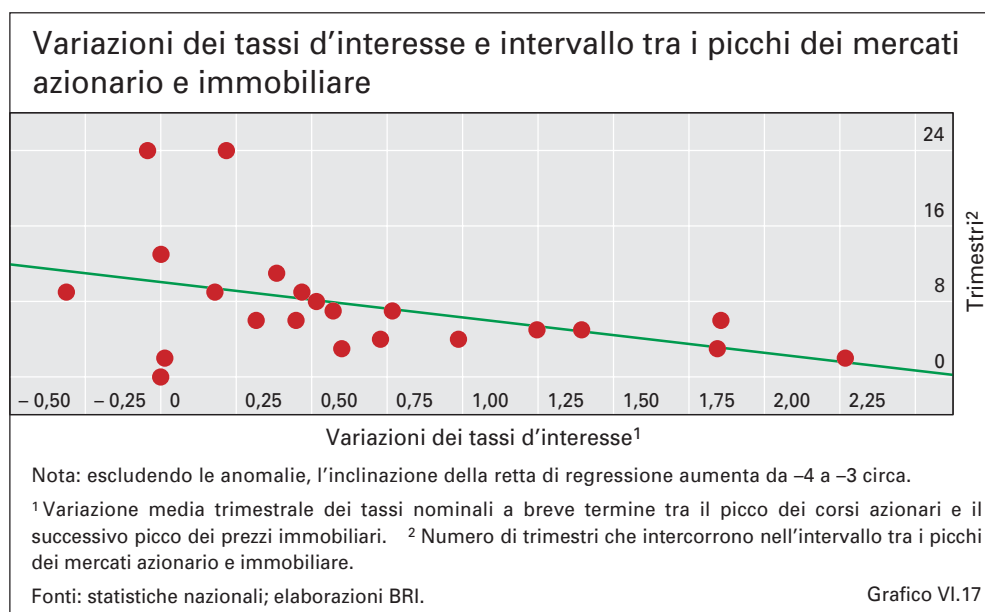
L'estensione dell'intervallo tra i massimi nell'attuale ciclo ...

... ha per lo più rispecchiato il calo dei tassi d'interesse nominali

tuttavia, in molti paesi i tassi sono considerevolmente calati dopo il crollo dei mercati azionari nel 2000. Ad esempio, i tassi nominali a breve termine sono scesi tra la metà del 2000 e la metà del 2002 dal 5,6 all'1,7% negli Stati Uniti, dal 6,1 al 4,1% nel Regno Unito e dal 5,9 al 2,6% in Canada. Dal momento che le abitazioni sono beni di lunga durata, la riduzione dei tassi ha contribuito a sostenere i prezzi degli immobili anche in presenza di una caduta delle borse.

I dati relativi ai periodi precedenti confermano questa ipotesi. Un'analisi econometrica dell'esperienza storica indica che le variazioni dei tassi hanno avuto un impatto significativo sull'intervallo tra i massimi dei listini e quelli dei prezzi delle abitazioni. Tra il 1970 e il 1999 l'intervallo medio registrato su un campione di 22 coppie di picchi azionari e immobiliari era di circa nove trimestri. Tuttavia, un calo medio trimestrale di 25 punti base dei tassi d'interesse a breve termine successivo a un massimo dei corsi azionari avrebbe ritardato di circa un trimestre il picco dei prezzi delle abitazioni (grafico VI.17). Sulla base di questo risultato si potrebbe desumere che il taglio di 475 punti base operato sui tassi ufficiali negli Stati Uniti tra la metà del 2000 e la metà del 2002 abbia prolungato di poco più di due trimestri l'intervallo medio tra i due picchi.

L'intensità con cui i tassi d'interesse hanno influenzato i prezzi delle abitazioni nei vari paesi è dipesa probabilmente da fattori istituzionali. Ad esempio, la definizione del tasso d'interesse cui sono ancorati i mutui ipotecari varia da paese a paese. In particolare, nel Regno Unito e in Australia i prestiti ipotecari si basano prevalentemente su tassi a tre mesi, mentre in Canada sono collegati a tassi con scadenze pari o inferiori a un anno, il che rende i prezzi degli immobili in questi paesi generalmente più reattivi ai tassi a breve. La maggior parte dei finanziamenti ipotecari è invece abbinata a tassi a lunga scadenza in Germania, Giappone, Stati Uniti, Svezia e in particolare nei Paesi Bassi. Negli USA i mutui si distinguono inoltre per il fatto di essere rifinanziabili con penali modeste: ciò offre ai titolari un'utile opportunità e



rende i prezzi delle abitazioni sensibili sia alla volatilità che al livello dei tassi a lungo termine. Le innovazioni tecnologiche di recente introdotte da Fannie Mae e Freddie Mac nel trattamento dei prestiti ipotecari hanno poi reso il rifinanziamento più agevole e meno costoso. A parità di altre condizioni, il brusco calo dei tassi a breve termine nel 2001 avrebbe pertanto prodotto un impatto relativamente maggiore sui prezzi delle abitazioni nei paesi in cui i mutui ipotecari sono collegati ai tassi a breve, mentre negli altri paesi i prezzi sarebbero stati maggiormente influenzati dall'appiattimento della curva dei rendimenti intervenuto lo scorso anno.

VII. Il settore finanziario

Aspetti salienti

Nel periodo sotto rassegna i sistemi finanziari della maggior parte dei paesi industriali sono stati sottoposti a rinnovate pressioni, poiché l'aspettativa di una pronta ripresa si è rivelata prematura e le quotazioni azionarie hanno ancora perso valore. Ciò nonostante, le istituzioni finanziarie paiono in generale aver sopportato bene il rallentamento economico, e le avversità incontrate dal settore non hanno provocato riduzioni nell'erogazione di credito nella maggioranza delle economie. D'altro canto, il sistema finanziario giapponese ha continuato ad essere alle prese con gravi problemi, e sulla redditività delle istituzioni tedesche hanno agito crescenti vincoli, sia a causa di croniche debolezze strutturali sia per l'azione di fattori ciclici. Altrove i profitti bancari hanno mostrato in genere una maggiore tenuta, grazie anche ai precedenti sforzi volti a migliorare la struttura dei costi. A confronto con episodi passati di debolezza congiunturale, le perdite derivanti dal deterioramento dei crediti hanno avuto un impatto limitato sul conto economico, e la posizione patrimoniale è rimasta solida. Meno bene sono andate nel complesso le imprese di assicurazione, in conseguenza delle forti perdite sul portafoglio azionario e obbligazionario.

La notevole tenuta del sistema bancario, che contrasta con il marcato peggioramento nel settore non finanziario, è attribuibile a fattori sia ciclici che strutturali. Vari aspetti atipici del rallentamento economico – fra cui un indirizzo di politica monetaria assai accomodante, la continua crescita della spesa delle famiglie e l'assenza di una caduta dei prezzi degli immobili – hanno limitato, rispetto ai cicli precedenti, le perdite sui crediti, incrementando i proventi dell'attività di finanziamento delle famiglie. Fra gli sviluppi strutturali che hanno attenuato l'impatto della flessione produttiva figura in primo piano il maggiore ricorso ai tradizionali strumenti di debito negoziabili e ai prestiti sindacati, che ha migliorato il finanziamento del rischio nell'intero sistema finanziario. Anche lo sviluppo di nuove tecniche per il trasferimento del rischio creditizio ha accresciuto la capacità di gestire le esposizioni debitorie. A ciò si aggiunge il fatto che quando è iniziato il rallentamento economico la base di capitale del settore bancario era più solida che in passato, grazie all'eccezionale durata della precedente espansione e ai più severi requisiti prudenziali.

In prospettiva, le ragioni stesse della buona tenuta mostrata finora indicano quali siano le principali cause di potenziale vulnerabilità. Un protratto periodo di debolezza economica, sebbene improbabile, metterebbe a dura prova la capacità delle istituzioni finanziarie e dei mercati di assorbire nuove perdite. Ulteriori cali delle quotazioni azionarie potrebbero pregiudicare la solvibilità

delle società di assicurazione e dei fondi pensione, mentre un deprezzamento degli immobili colpirebbe sia le famiglie sia il comparto dell'edilizia non residenziale, sottoponendo i prestatori a pressioni aggiuntive.

La recente resilienza è una riprova che i sistemi in cui operano consolidati canali alternativi di finanziamento, attraverso il mercato degli strumenti di debito negoziabili e l'intermediazione creditizia, consentono una risposta più flessibile agli sviluppi economici avversi. Ma questi stessi sistemi pongono anche nuove sfide alla vigilanza prudenziale, date la maggiore complessità assunta dalle singole istituzioni e l'interazione fra queste ultime e i mercati.

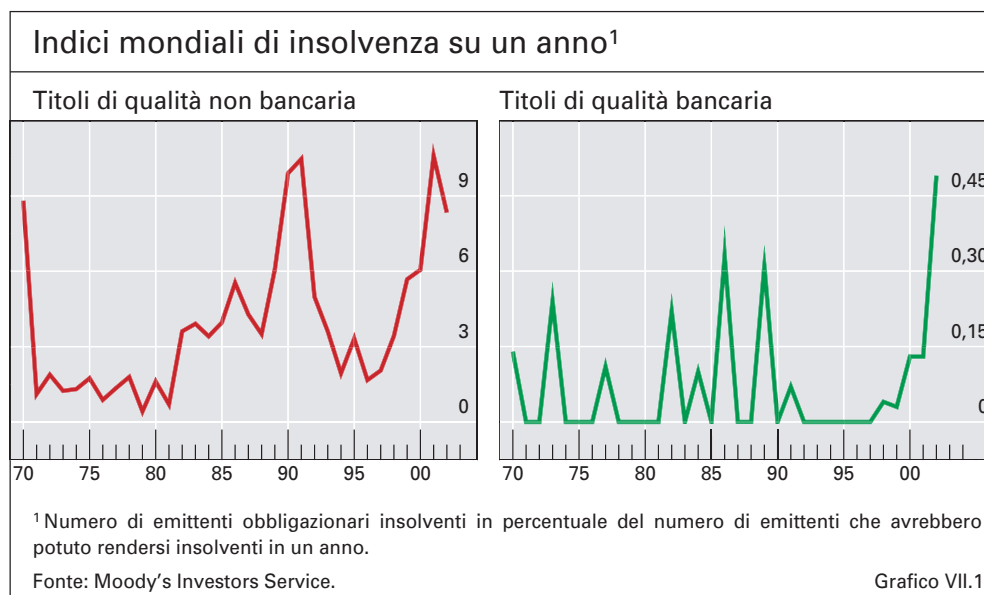
L'economia e la performance delle istituzioni finanziarie

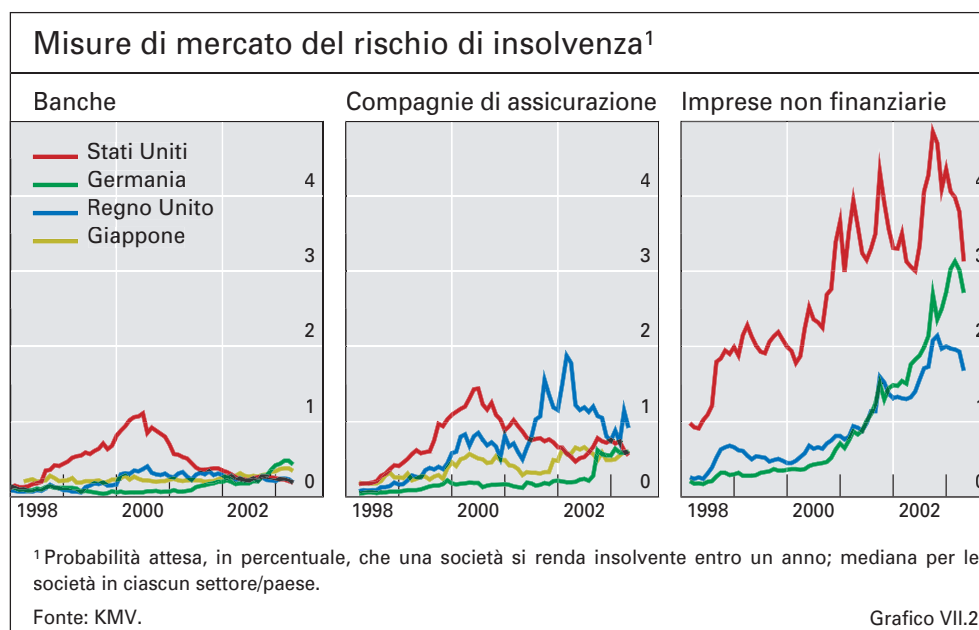
Il forte rallentamento dell'economia mondiale e la sua esitante ripresa hanno gravato sensibilmente sui bilanci delle imprese non finanziarie (Capitoli II e VI). Negli ultimi anni sono nettamente cresciute le insolvenze su obbligazioni societarie e le connesse perdite, con tassi che hanno raggiunto o superato le punte dei primi anni novanta (grafico VII.1). In prospettiva, gli indicatori del grado di rischio nel settore non finanziario di vari paesi, fortemente aumentati negli anni più recenti, restano su livelli elevati, mostrando così che gli operatori si attendono nel prossimo futuro una continuazione del mediocre clima creditizio (grafico VII.2).

In contrasto con le notevoli difficoltà incontrate dalle imprese non finanziarie, nella maggioranza dei paesi il settore finanziario è rimasto relativamente solido. La redditività delle banche, pur essendo calata in certa misura, si è mantenuta su livelli accettabili tenuto conto dello sfavorevole contesto economico. Per contro, le compagnie di assicurazione hanno mostrato maggiori segni di disagio, subendo perdite di portafoglio che in alcuni casi hanno dato origine a serie tensioni. Nondimeno, i gradi di rischio espressi dal mercato per banche e assicurazioni restano su valori modesti rispetto a quelli concernenti

La debolezza dell'economia ha gravato su molte imprese non finanziarie ...

... mentre le imprese finanziarie hanno retto meglio ...





le imprese non finanziarie, benché lo scorso anno sia aumentato il rischio di insolvenza nel comparto assicurativo. Il basso livello dei parametri di rischio relativi alle istituzioni finanziarie giapponesi potrebbe rispecchiare le attese di interventi pubblici, viste le ben note difficoltà in cui si dibattono tali istituzioni.

... anche rispetto a cicli precedenti

I risultati conseguiti di recente dalle banche contrastano favorevolmente con la loro performance durante precedenti fasi di debolezza congiunturale, allorché il deteriorarsi della qualità degli impieghi aveva talvolta causato seri problemi. In qualche caso erano fallite istituzioni di primo piano, ma anche laddove non vi erano stati importanti dissesti, il conseguente aggiustamento delle politiche creditizie e di investimento aveva a volte gravato sulle prospettive dell'economia. Ad esempio, all'inizio degli anni novanta le avversità nel settore finanziario avevano frenato l'attività economica negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Australia.

Banche commerciali

La performance delle banche è variata ...

Se in complesso le banche hanno mostrato una buona tenuta nel periodo sotto rassegna, sono rilevabili notevoli differenze sia fra i paesi sia fra i settori operativi (tabella VII.1). Il sistema bancario giapponese ha continuato a incontrare serie difficoltà, nonostante i considerevoli sforzi per stralciare crediti in sofferenza e raccogliere nuovo capitale. In Germania la relativa debolezza dell'economia ha esercitato maggiori pressioni sulle banche commerciali. Inoltre, i vincoli strutturali gravanti sulla redditività delle operazioni al dettaglio hanno impedito a questo tipo di attività di fornire una contropartita positiva, come accaduto in altri paesi. Le più grandi istituzioni operanti all'ingrosso hanno ovunque dovuto fare i conti con una diminuzione dei proventi dell'attività sui mercati dei capitali, poiché le basse quotazioni azionarie, la debole spesa per investimenti e gli sforzi compiuti da diverse imprese non finanziarie per rafforzare i propri bilanci hanno rallentato il ritmo delle fusioni

... a seconda dei paesi ...

Redditività delle maggiori banche ¹												
in percentuale sul totale medio dell'attivo												
	Utili pre-imposta			Oneri per accantonamenti			Margine netto di interesse			Costi operativi		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Stati Uniti (10)	1,86	1,49	1,66	0,56	0,71	0,72	3,07	3,10	3,11	4,45	4,06	3,46
Giappone ² (12)	0,13	-0,93	0,04	0,81	1,36	0,28	1,08	1,14	0,81	1,14	1,20	0,82
Germania (4)	0,53	0,14	0,05	0,17	0,24	0,39	0,83	0,90	0,80	1,62	1,62	1,50
Regno Unito (4)	1,65	1,27	1,11	0,29	0,31	0,36	2,36	2,07	2,02	2,68	2,48	2,40
Francia (4)	0,85	0,74	0,58	0,17	0,22	0,20	0,93	0,94	1,03	1,94	1,87	1,81
Italia (6)	1,15	0,81	0,48	0,44	0,55	0,67	2,06	2,04	2,16	2,37	2,39	2,61
Canada (6)	1,26	0,92	0,61	0,29	0,41	0,59	1,89	1,95	2,06	2,76	2,84	2,76
Spagna (4)	1,33	1,20	0,93	0,35	0,44	0,49	2,65	2,86	2,66	2,63	2,60	2,37
Australia (4)	1,85	1,47	1,49	0,20	0,27	0,26	2,42	2,22	2,16	2,39	2,15	2,29
Svizzera (2)	0,96	0,42	0,08	0,04	0,14	0,21	0,73	0,68	0,84	2,87	2,91	2,47
Svezia (4)	1,16	0,82	0,70	0,06	0,10	0,09	1,60	1,49	1,48	1,72	1,51	1,44

¹ Le cifre in parentesi indicano il numero di istituzioni considerate. Per il Giappone, il numero delle banche è passato da 13 a 12 nel 2002 in seguito a una fusione. ² Esercizio finanziario; per il 2002, dati provvisori di settembre.

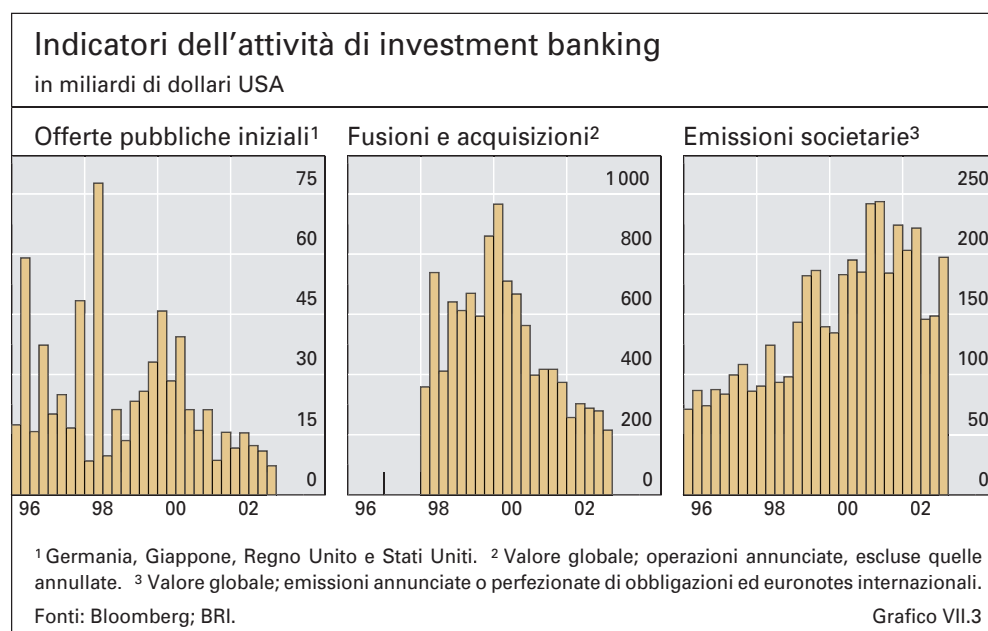
Fonte: Fitch Ratings. Tabella VII.1

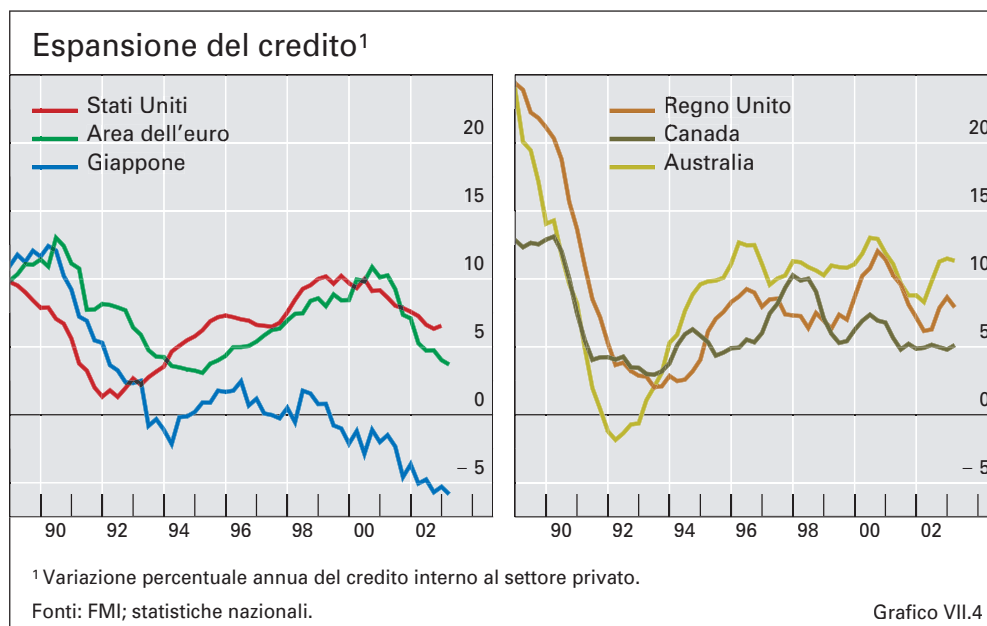
e acquisizioni societarie e degli ingressi in borsa di nuove società (grafico VII.3). D'altra parte, il finanziamento alle famiglie è rimasto relativamente sostenuto in molti paesi, favorendo l'espansione totale del credito e i profitti delle istituzioni orientate a questa clientela (grafico VII.4). Inoltre, la gestione delle banche ha tratto beneficio dai continui sforzi tesi a migliorare l'efficienza e a ridurre i costi.

Negli Stati Uniti le banche commerciali, malgrado il contesto economico difficile, hanno realizzato risultati molto buoni e la performance delle loro azioni ha sopravanzato quella degli indici generali di borsa (grafico VII.5). Grazie a un'economia interna in più rapida crescita rispetto all'Europa e al

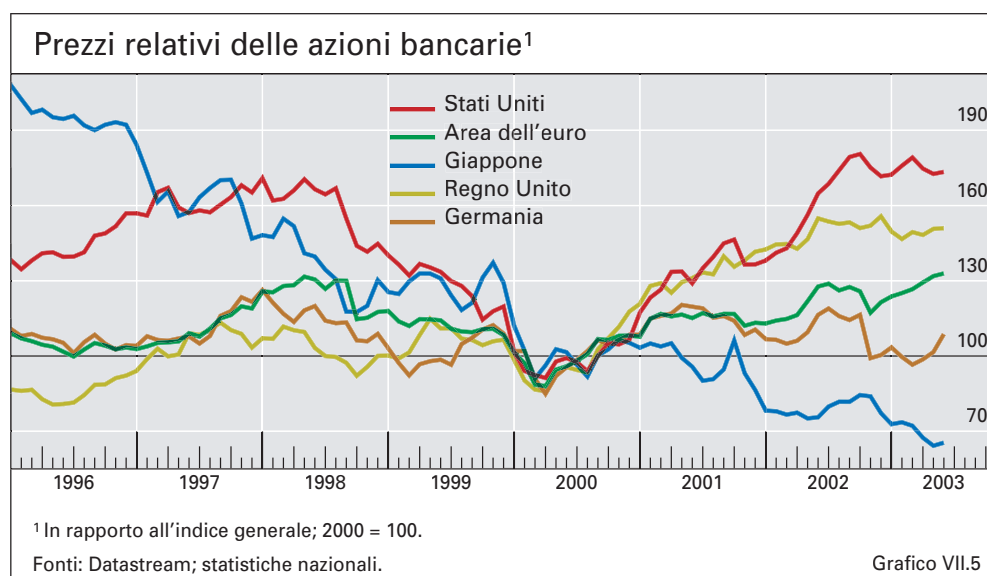
... e delle aree operative

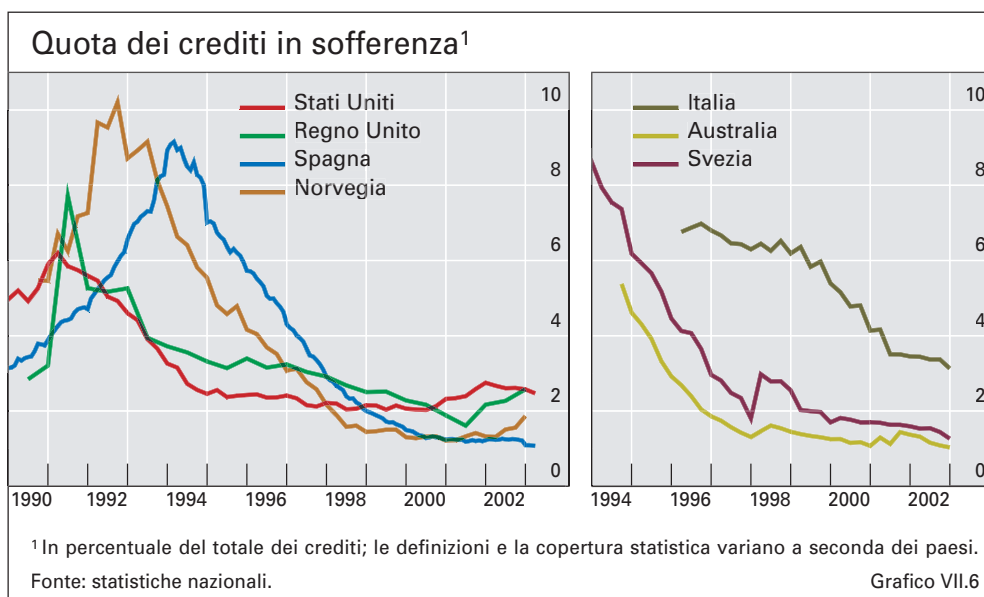
Buoni risultati delle banche negli USA ...





Giappone, le perdite su crediti non hanno subito variazioni di rilievo rispetto al 2001 e gli indici aggregati della qualità degli impieghi sono anzi leggermente migliorati (grafico VII.6). La robusta spesa delle famiglie per beni di consumo, specie automobili, la domanda sostenuta di credito al dettaglio e il perdurante vigore del mercato delle abitazioni hanno stimolato l'espansione dei prestiti ipotecari. La redditività di questa categoria di impieghi è stata inoltre favorita dalle commissioni incassate su ingenti operazioni di rifinanziamento dei mutui. I bassi rendimenti, insieme a una più acuta percezione del rischio, hanno potenziato gli afflussi di depositi bancari, mantenendo bassi i costi della provvista e sostenendo i margini di interesse. Infine, lo scorso anno sono diminuiti sensibilmente gli oneri non finanziari, probabilmente in virtù delle misure adottate per abbassare i costi, ma anche per effetto di una diversa contabilizzazione dell'avviamento.



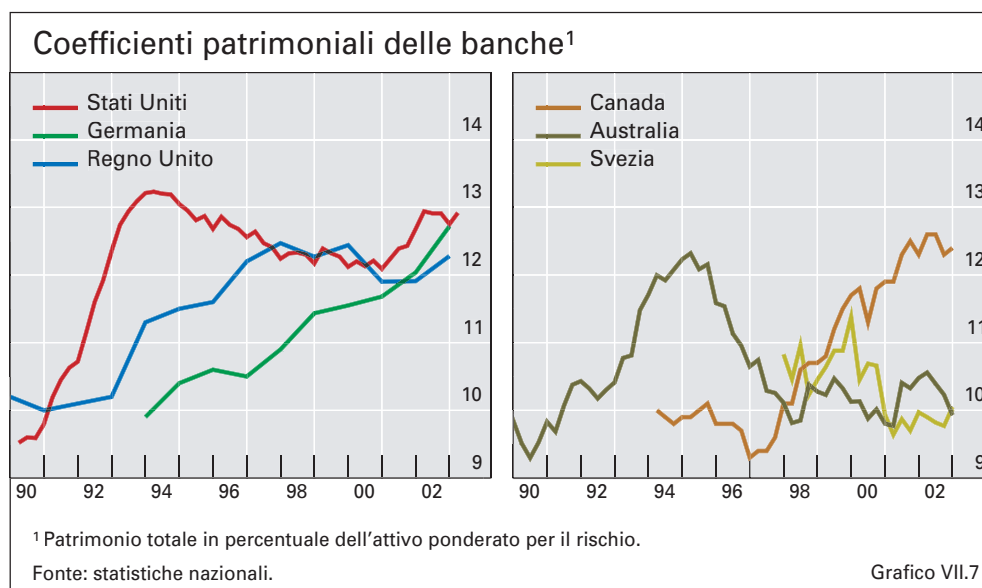


Le banche europee hanno in genere conseguito risultati meno brillanti di quelle americane, ma i proventi da interessi e di altra fonte sono rimasti abbastanza sostenuti e le svalutazioni di crediti hanno subito solo un aumento modesto. Una ben consolidata clientela locale di privati e imprese ha fornito risorse a basso costo e alimentato i ricavi per commissioni. In alcuni casi i profitti bancari hanno tratto beneficio dai progressi compiuti nella riduzione dei costi conseguita attraverso investimenti in nuove tecnologie e con le ristrutturazioni e razionalizzazioni dei servizi che hanno accompagnato il processo di consolidamento del settore nell'ultima parte degli anni novanta. Il ricalcolo dei prezzi e la ricomposizione dei prodotti in portafoglio hanno permesso a molte aziende bancarie di sorreggere la crescita dei ricavi in rapporto ai costi, alla quale hanno concorso anche i proventi derivanti dall'offerta di vari strumenti innovativi alle famiglie.

... così come in gran parte dell'Europa

La principale eccezione in questo quadro d'insieme è costituita dal settore bancario tedesco, dove la combinazione di fattori ciclici e istituzionali ha reso più evidenti problemi strutturali noti da tempo. Le banche tedesche hanno risentito di fattori congiunturali a causa della maggiore gravità del rallentamento dell'economia nazionale. Inoltre, i margini operativi cronicamente bassi, conseguenza di un sistema bancario frammentato e della forte concorrenza proveniente da varie istituzioni regionali poste sotto l'egida pubblica, non sono bastati a compensare le perdite su crediti, mettendo così a repentaglio il capitale accumulato negli anni novanta. Nelle circostanze attuali alcune banche potrebbero avere difficoltà a generare gli utili necessari ad assorbire un ulteriore sensibile scadimento della qualità degli impieghi. Ciò nonostante, il sistema bancario tedesco resta in generale adeguatamente capitalizzato (grafico VII.7). Risulta che le banche tedesche abbiano aumentato i margini sui crediti concessi alle imprese medio-piccole – con possibili effetti negativi su queste ultime – in parte per far fronte alla compressione dei profitti, ma anche nell'intento di adeguare il prezzo di tali crediti al loro grado di rischio. In

Le banche tedesche alle prese con problemi più seri



prospettiva, la cessazione delle garanzie governative esplicite in favore delle banche regionali e delle casse di risparmio, prevista per il 2005, dovrebbe contribuire ad allentare le pressioni sui margini delle banche commerciali nel più lungo periodo.

In Giappone la situazione del settore bancario rimane difficile, in quanto continuano a gravarvi la debolezza dell'attività economica e l'ulteriore declino dei prezzi. Sotto la pressione delle nuove regole prudenziali sulla valutazione dei crediti alle imprese dissestate, le banche giapponesi hanno iniziato ad affrontare con maggiore determinazione il grave problema delle sofferenze. Durante l'esercizio 2002 le maggiori aziende bancarie hanno subito perdite sui portafogli azionari per più di ¥3 000 miliardi, e gli accantonamenti a fronte di crediti inesigibili sono ammontati a oltre ¥5 000 miliardi. Di conseguenza, le perdite iscritte a bilancio hanno superato nell'anno la somma di ¥4 000 miliardi. Al fine di ripristinare i coefficienti patrimoniali, le stesse banche hanno emesso circa ¥2 000 miliardi di nuovi strumenti di capitale, fra cui azioni ordinarie, privilegiate e con obbligo di conversione (Capitolo VI). In alcuni casi, tuttavia, tali strumenti sono stati venduti a soggetti collegati o a clienti dell'istituzione emittente, cosicché non si può affermare che l'apporto di nuovo capitale abbia veramente rispecchiato la fiducia degli investitori. Nonostante queste nuove emissioni e le passate iniezioni di fondi pubblici, il coefficiente patrimoniale di alcune delle maggiori banche si è sensibilmente ridotto, e alla fine dell'esercizio esso risultava in certi casi ben inferiore al 10%. Inoltre, la posizione patrimoniale potrebbe essere sensibilmente più debole di quanto sembri, poiché una quota rilevante del capitale è costituita da crediti d'imposta differiti che potranno essere realizzati soltanto se le istituzioni riusciranno a generare consistenti profitti nel prossimo futuro. In effetti, in seguito ai dubbi espressi dai revisori circa le stime degli utili futuri, una grande banca ha ridotto il valore di tali crediti d'imposta in misura tale da attivare un intervento ufficiale.

Le banche giapponesi continuano a dibattersi nelle difficoltà

Compagnie di assicurazione

Lo scorso anno i risultati nel settore assicurativo sono stati decisamente peggiori di quelli delle banche. Ciò è in ampia misura dipeso dal rendimento scadente del portafoglio investimenti, che ha comportato minori profitti o addirittura perdite. Nel ramo vita gli utili sono stati ulteriormente compressi dalle elevate prestazioni garantite dalle polizze. Negli altri settori, comprese le riassicurazioni, gli scarsi introiti dal lato degli investimenti sono stati in parte compensati da un migliore risultato operativo. Gli incassi per premi sono cresciuti, mentre le richieste di risarcimento – che avevano subito un forte aumento nel 2001 in seguito agli attentati terroristici negli Stati Uniti e a una serie di calamità naturali – sono ritornate a livelli più normali.

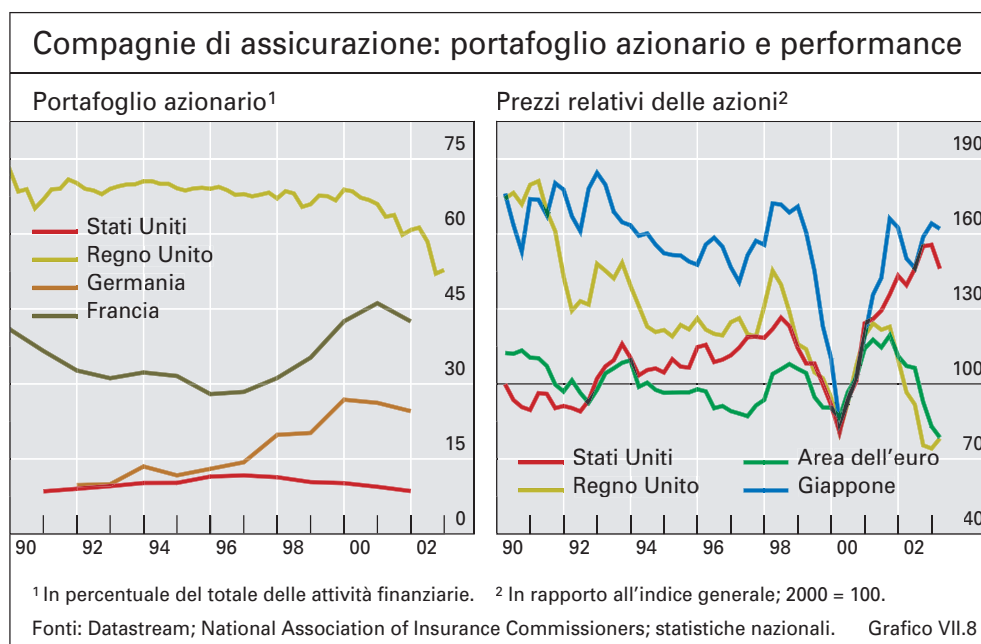
I modesti risultati della gestione investimenti vanno ascritti a due fattori. Anzitutto, sono fortemente calati i rendimenti sui nuovi strumenti a tasso fisso, a causa del drastico allentamento della politica monetaria. Fatto ancor più importante, la caduta dei prezzi delle azioni e delle obbligazioni ha ridotto il valore dei portafogli. Si aggiunga che, per effetto delle regole contabili vigenti in molti paesi, non tutte queste perdite potrebbero essere già rispecchiate nei documenti contabili delle società. Da un confronto internazionale emerge una correlazione inversa fra l'andamento delle azioni del settore assicurativo e l'esposizione di quest'ultimo verso il mercato azionario (grafico VII.8). La performance relativa dei titoli assicurativi nel Regno Unito e negli Stati Uniti ne è un buon esempio. Le compagnie britanniche detengono tradizionalmente un ingente portafoglio azionario e hanno maggiormente sofferto dell'attuale clima di mercato, mentre quelle statunitensi hanno dovuto per lo più limitare la propria esposizione verso il mercato azionario a causa di vincoli regolamentari.

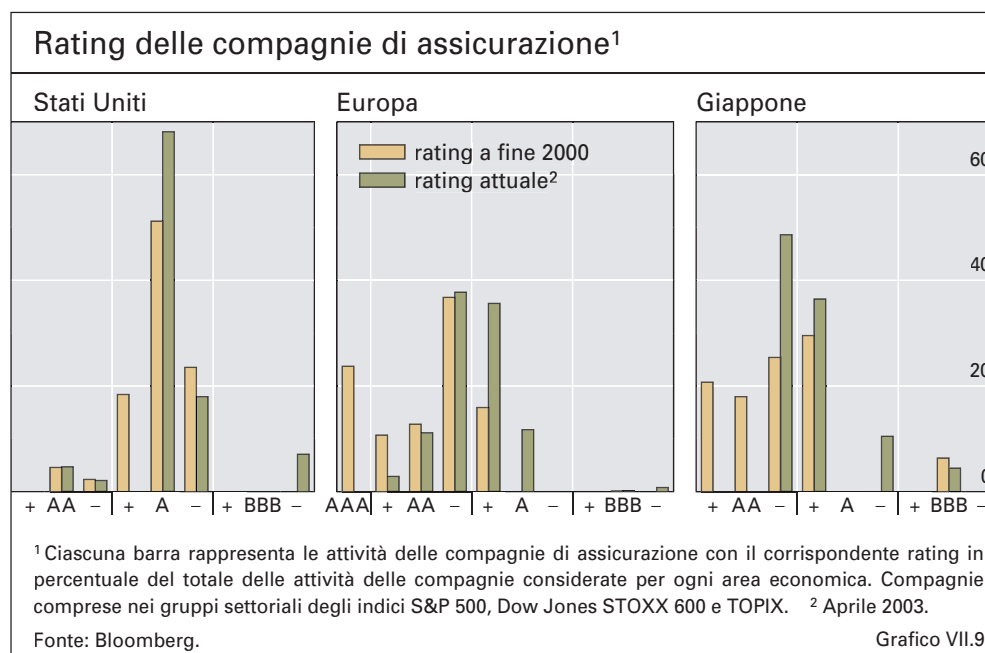
Nel 2002 le perdite sugli investimenti, insieme al modesto risultato della gestione tecnica, hanno intaccato il merito di credito di varie imprese di assicurazione. Talune hanno reagito riducendo i dividendi o emettendo nuovo capitale per rafforzare i propri bilanci; altre hanno subito un declassamento

Risultati meno buoni nel settore assicurativo ...

... a causa delle perdite di portafoglio

I rating delle assicurazioni ne hanno risentito





del rating (grafico VII.9); altre ancora, di dimensioni minori, sono fallite. I declassamenti sono stati più diffusi in Europa e in Giappone che negli Stati Uniti. Malgrado ciò, il merito di credito delle società di assicurazione europee rimane in media più elevato di quello delle loro omologhe americane.

Fattori alla base della buona tenuta

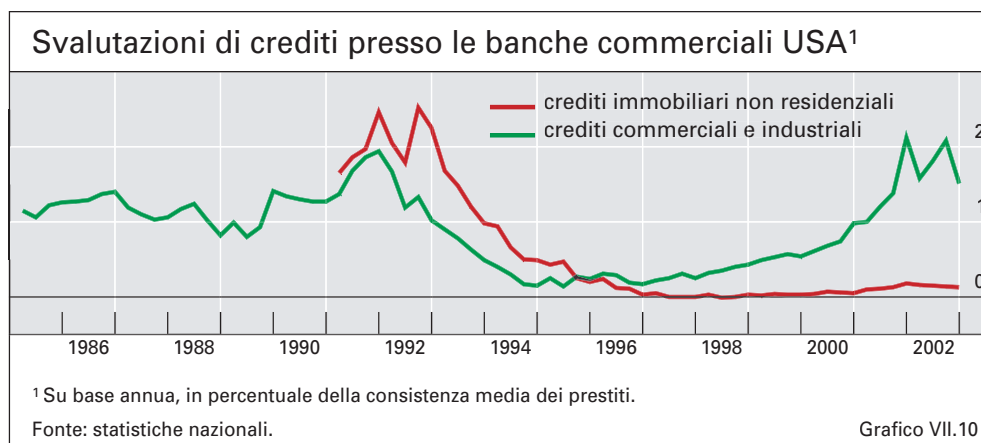
La resilienza del settore finanziario rispecchia fattori sia ciclici che strutturali

La tenuta mostrata negli ultimi tempi dalle banche nella maggior parte dei paesi industriali è attribuibile a fattori di natura sia ciclica che strutturale. Per quanto riguarda i primi, la recente fase di debolezza dell'economia si è distinta per taluni aspetti atipici che hanno limitato l'aumento delle perdite su crediti rispetto ai valori storicamente osservati, nonostante i considerevoli problemi incontrati da molte imprese non finanziarie. A livello strutturale, negli ultimi anni è senza dubbio migliorata sensibilmente la gestione del rischio da parte delle banche, mentre l'evoluzione del mercato finanziario ha facilitato la ripartizione del rischio creditizio fra i vari operatori.

Fattori ciclici

Atipicità del ciclo recente

Due aspetti atipici del recente rallentamento dell'attività economica hanno concorso ad attenuarne gli effetti sugli intermediari, e in particolare sulle banche. In primo luogo, come si è detto nel Capitolo II, la flessione è stata causata principalmente da una correzione spontanea del boom trainato dagli investimenti, che si era accompagnato a valutazioni eccessive delle azioni, anziché da un inasprimento delle condizioni monetarie in risposta ad accresciute pressioni inflazionistiche. Di conseguenza, la politica monetaria ha potuto essere decisamente allentata di fronte alla decelerazione dell'economia. Il ribasso dei tassi d'interesse ha contribuito al secondo aspetto atipico, ossia il relativo vigore dei mercati immobiliari. I prezzi delle abitazioni hanno continuato a salire, segnando in alcuni paesi addirittura un'impennata



(Capitolo VI). Pur essendo diminuiti, i prezzi dei fabbricati commerciali hanno subito in generale cali inferiori a quelli che si erano spesso osservati in passato durante fasi analoghe del ciclo.

Grazie alla riduzione dei costi per il servizio del debito indotta dal calo dei tassi d'interesse, e all'effetto positivo sui bilanci risultante dall'elevato valore degli immobili, lo scorso anno la qualità dei crediti si è deteriorata assai meno che in occasione di precedenti periodi di flessione congiunturale. Se la debolezza dell'economia e la correzione degli eccessi in vari settori, come quelli delle tecnologie informatiche e delle telecomunicazioni, hanno fatto aumentare sensibilmente le perdite sui crediti industriali e commerciali (grafico VII.10), le svalutazioni di prestiti collegati a beni immobiliari, specie nel segmento delle ipoteche commerciali, sono rimaste contenute. Per contro, gli investitori con una maggiore esposizione verso il mercato azionario e con una più rigida struttura dei costi, come le compagnie di assicurazione, hanno subito perdite più consistenti in seguito al forte calo dei corsi azionari e dei tassi d'interesse a lungo termine.

Il fatto che in molti paesi il deterioramento nel mercato degli immobili commerciali sia stato abbastanza modesto è in gran parte dovuto all'assenza di un boom del settore durante la precedente fase di espansione. A differenza dei prezzi delle abitazioni, quelli dei fabbricati commerciali si erano mantenuti ben al di sotto dei precedenti massimi (tabella VII.2). Inoltre, nella maggioranza dei paesi l'attività nel settore delle costruzioni era rimasta su livelli contenuti. Di conseguenza, allorché l'economia ha rallentato, l'aumento del numero di vani inoccupati e il calo dei canoni di locazione e dei prezzi sono stati generalmente moderati, gravando meno sui bilanci dei mutuatari. Vero è che l'incremento della quota dei fabbricati liberi può sottostimare l'eccesso di capacità nella misura in cui gli attuali locatari stiano cercando di subaffittare spazi di cui non hanno più bisogno. Tuttavia, in questi casi i proprietari continuano comunque a percepire un reddito che consente loro di assicurare il servizio del debito.

Data la minore eccedenza dell'offerta rispetto al passato, la performance degli immobili commerciali è dipesa dal vigore della domanda di superfici. La perdurante crescita della spesa in consumi in molti paesi ha stimolato la richiesta di locali per esercizi al dettaglio. Per contro, i prezzi degli stabili per

La qualità dei crediti è peggiorata meno che in cicli passati ...

... specie nel settore immobiliare

La performance degli immobili commerciali è dipesa dalla domanda

Prezzi degli immobili								
	Immobili commerciali ¹			Immobili residenziali			Per memoria: debito delle famiglie ²	
	1995-2002	2002	2002	1995-2002	2002	2002	1995-2002	2002
	variazione nominale ³		livello ⁴	variazione nominale ³		livello ⁴	variazione nominale ³	
Stati Uniti	3,2	-5,6	37	5,8	6,9	100	8,1	8,9
Giappone ⁵	-8,7	-10,0	38	-3,0	-4,6	69	0,3	-2,4
Germania	4,1	-14,2	63	0,0	1,0	84	4,4	2,5
Regno Unito	2,8	-3,7	35	11,8	23,9	100	8,6	13,0
Francia	5,9	-4,3	64	4,8	6,7	100	6,2	6,2
Italia	11,6	5,5	84	3,7	10,0	94	8,1	6,3
Canada	4,6	-0,5	52	3,6	10,3	94	6,0	7,8
Spagna	12,5	-20,5	49	9,8	17,4	100	13,2	6,2
Paesi Bassi	7,5	-11,8	86	11,2	4,5	99	12,7	7,0
Australia	2,5	-7,8	44	9,0	18,5	100	11,9	12,4
Svizzera	0,2	-1,6	61	0,1	4,9	66	3,3	3,3
Belgio	4,0	0,4	78	5,2	6,5	100	5,1	1,5
Svezia	4,9	-7,4	52	8,0	9,2	100	7,1	8,2
Norvegia	5,6	-2,9	43	8,9	5,6	97	7,6	6,1
Danimarca	7,2	8,0	85	7,0	3,4	100	7,9	5,9
Finlandia	3,3	-2,3	59	8,2	8,7	79	4,3	4,7
Irlanda	14,3	-3,0	91	14,5	14,2	100	...	...

¹ Per Australia, Belgio, Italia e Spagna, immobili di qualità primaria nelle maggiori città. ² Categoria dei conti finanziari nazionali, ove disponibile, altrimenti credito bancario; dati parzialmente stimati. ³ In percentuale annua. ⁴ Rispetto al precedente massimo dei prezzi reali degli immobili commerciali/residenziali. ⁵ Prezzi dei terreni.

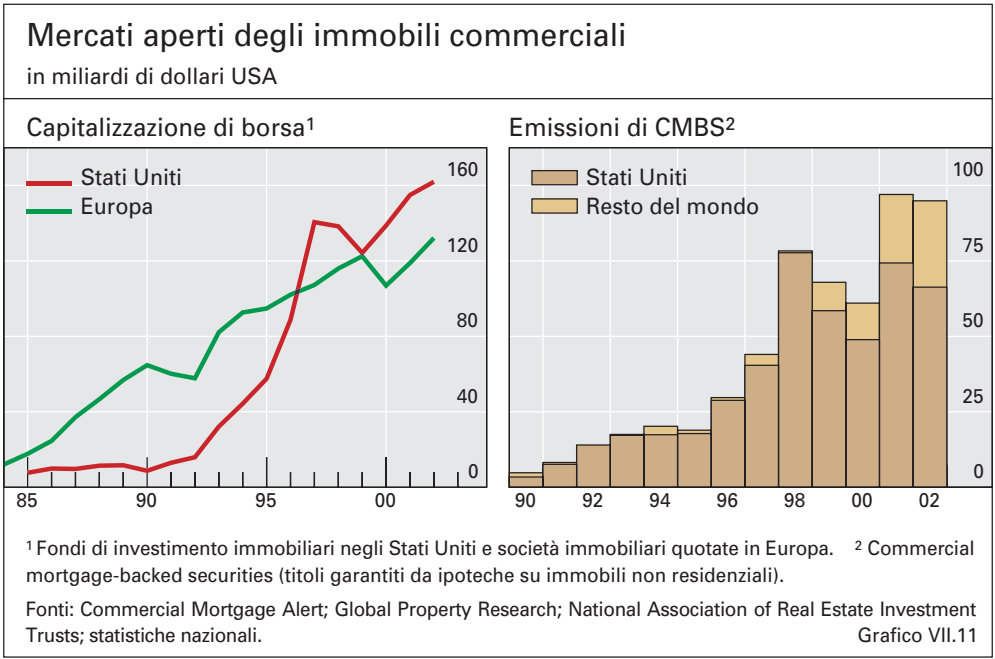
Fonti: Catella Property Consultants; Frank Russell Canada Ltd.; Investment Property Databank Ltd.; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Nomisma; Office of Federal Housing Enterprises Oversight; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella VII.2

uffici o attività industriali hanno sofferto particolarmente nei mercati che si trovavano in condizioni di debolezza, a causa degli andamenti economici generali, come in Germania, oppure di problemi settoriali, come per la Silicon Valley negli Stati Uniti. In alcune piazze finanziarie essi hanno risentito della flessione delle operazioni di investment banking. Gli immobili situati in centri con attività più articolate hanno mostrato una migliore tenuta.

L'andamento relativamente moderato del mercato degli immobili commerciali durante il più recente ciclo si spiega con vari fattori. Il ricordo delle perdite subite in seguito al collasso del settore nei primi anni novanta ha presumibilmente indotto gli investitori e i prestatori ad agire con maggiore cautela e a vagliare più severamente i progetti. È inoltre probabile che l'assorbimento solo graduale dell'eccesso di capacità generato dalla precedente ondata di costruzioni abbia limitato i nuovi investimenti. Alla relativa stabilità del settore può aver concorso anche il ruolo più importante assunto dai canali di finanziamento del mercato, fra cui fondi di investimento immobiliari, società immobiliari quotate in borsa e titoli garantiti da ipoteche commerciali (grafico VII.11). Si può infatti ritenere che l'espansione di questi strumenti collettivi di finanziamento abbia migliorato la trasparenza e la disciplina del mercato. Essa ha inoltre permesso una più ampia dispersione dei rischi, riducendo così l'esposizione dei prestatori verso singoli progetti. Infine, questi

Assenza di boom dovuta al ricordo delle passate perdite ...

... e al più stretto controllo del mercato

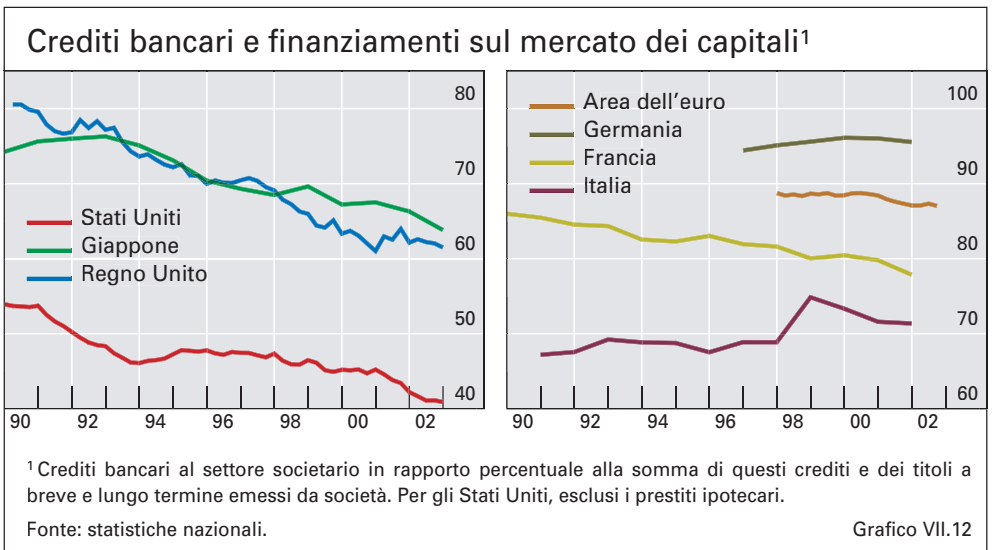


strumenti hanno facilitato l'accesso al mercato di nuovi investitori, con il risultato di ampliare il potenziale di risorse in caso di difficoltà a livello delle fonti di finanziamento tradizionali.

Fattori strutturali

Sebbene le peculiarità del ciclo più recente abbiano senz'altro agito nel senso di limitare le conseguenze per le istituzioni finanziarie, specie le banche, questo esito è in parte dovuto a due altri fattori. In primo luogo, negli ultimi anni si è assistito in molte economie a un riorientamento dei flussi creditizi a scapito dei prestiti bancari e in favore dei finanziamenti sul mercato dei capitali (grafico VII.12). Di conseguenza, le perdite che in precedenti fasi di debolezza del ciclo sarebbero ricadute sulle sole banche, sono state condivise con gli investitori mobiliari. In secondo luogo, è migliorata la distribuzione dei rischi

Maggiore dispersione del rischio, favorita ...



all'interno dello stesso settore bancario, giacché in generale esso ha saputo limitare meglio che in passato la concentrazione dei rischi.

... da una migliorata gestione delle esposizioni ...

A tale evoluzione ha concorso una più efficace misurazione e gestione del rischio di credito da parte delle banche. Queste hanno tratto vantaggio in particolare dall'impiego di perfezionate tecnologie informatiche, che facilitano la quantificazione e il "pricing" del rischio di controparte, nonché il monitoraggio di potenziali concentrazioni. L'accresciuta attenzione prestata al rischio è anche il risultato delle pressioni esercitate dal mercato e dalle autorità di vigilanza per indurre le banche ad affinare il prezzaggio del rischio, a potenziare il capitale proprio e a impiegare quest'ultimo in modo più efficiente.

... e dallo sviluppo degli strumenti per trasferire il rischio:

La migliore distribuzione del rischio è stata favorita anche dalla comparsa di nuovi segmenti di mercato e dallo sviluppo di quelli già esistenti, come i mercati delle obbligazioni societarie, dei prestiti sindacati, dei titoli garantiti da attività e dei derivati su crediti.

A determinare lo spostamento nei flussi di fondi dal credito bancario al mercato mobiliare hanno contribuito negli ultimi anni fattori che hanno agito dal lato sia dell'offerta sia della domanda. Il costo e la disponibilità del finanziamento obbligazionario hanno tratto beneficio dall'espansione del mercato dei titoli ad alto rendimento, specie negli Stati Uniti, e dallo sviluppo del mercato obbligazionario europeo dopo l'avvento dell'euro nel 1999. Inoltre, in presenza di rendimenti vicini ai minimi storici, molte imprese hanno scelto di bloccare il costo della raccolta e di evitare il rischio di rifinanziamento, sostituendo passività a breve termine, fra cui i crediti bancari, con titoli obbligazionari (Capitolo VI). Tale tendenza è stata anche incoraggiata dalla maggiore riluttanza delle banche a concedere linee di backup per l'emissione di carta commerciale, un fatto ricollegabile alla più corretta valutazione dei rischi insiti in tali linee creditizie.

prestiti sindacati ...

Nel mercato dei prestiti sindacati le banche hanno trasferito una parte consistente del rischio creditizio a investitori non bancari, come compagnie di assicurazione, fondi comuni di investimento, fondi pensione, hedge fund e società di cartolarizzazione. Negli ultimi anni questi operatori hanno contribuito per circa un decimo al totale dei prestiti sindacati statunitensi, e le esposizioni da essi assunte sono state notevolmente più rischiose di quelle detenute dalle banche (tabella VII.3). Ciò si spiega presumibilmente con la

Prestiti sindacati USA ¹								
	Quota sul totale dei crediti (in %) ²			Per memoria: <i>totale crediti (mili di \$)</i>	Quota dei prestiti anomali ³			
	Banche USA	Gruppi bancari esteri	Non-banche		Banche USA	Gruppi bancari esteri	Non-banche	Totale crediti
2000	48	45	7	1 951	2,8	2,6	10,2	3,2
2001	46	46	8	2 050	5,2	4,7	14,5	5,7
2002	45	45	10	1 871	6,5	7,3	22,6	8,4

¹ Comprende sia i prestiti in essere che le linee non utilizzate. ² Volume in dollari dei crediti detenuti da ciascun gruppo di istituzioni in percentuale sul volume totale in dollari dei crediti. ³ Volume in dollari dei prestiti classificati dai valutatori come "substandard", "doubtful" oppure "loss", in percentuale sul volume totale in dollari dei crediti.

Fonte: Board of Governors del Federal Reserve System. Tabella VII.3

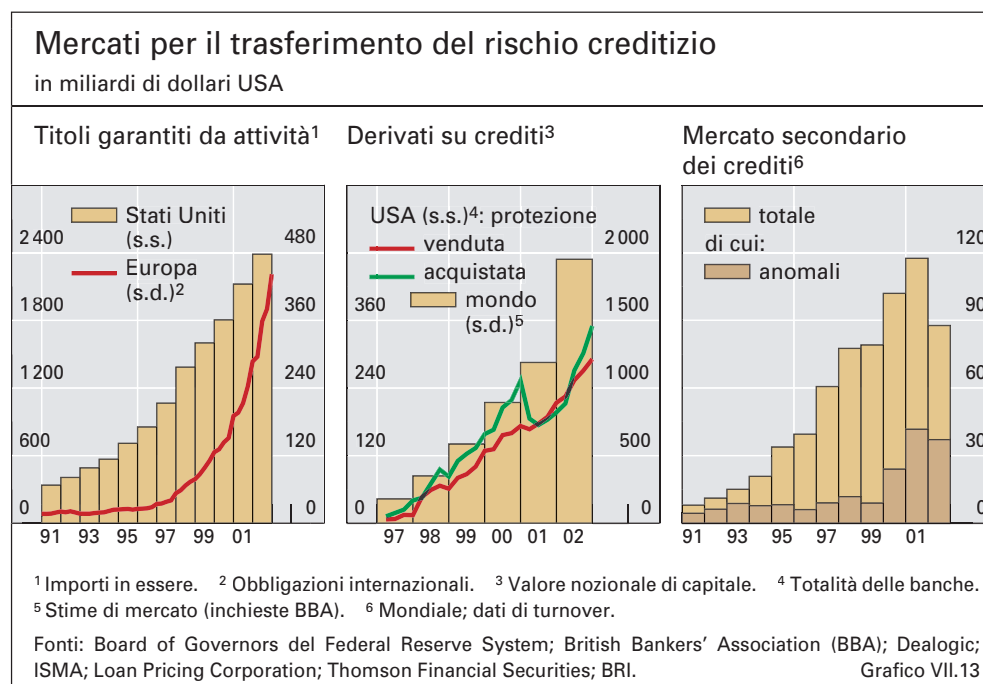
maggior propensione al rischio degli investitori non bancari e con le vendite di crediti in sofferenza da parte di banche intenzionate a limitare il deterioramento del portafoglio. In effetti, la quota delle transazioni in crediti anomali sul mercato secondario dei prestiti sindacati è decisamente aumentata negli anni più recenti.

Gli intermediari hanno inoltre fatto crescente ricorso al mercato dei titoli garantiti da attività ("asset-backed securities", ABS) per ridurre la loro esposizione verso diverse tipologie di crediti. Negli ultimi anni l'ammontare in essere di tali titoli è cresciuto fortemente negli Stati Uniti, e ancor più in Europa, dove l'incremento ha superato il 50% annuo (grafico VII.13). Negli Stati Uniti, che vantano il più ampio mercato di questo tipo, le attività più comunemente impiegate per garantire le emissioni sono le ipoteche su abitazioni. Una quota rilevante di titoli è stata emessa a fronte di crediti al consumo, finanziamenti a imprese e prestiti commerciali. Il quadro è sostanzialmente simile in Europa.

Il mercato dei derivati creditizi – come i "credit default swap", le "credit-linked notes", i "total return swap" e altri strumenti analoghi – ha avuto un'espansione estremamente rapida negli anni recenti. Il valore nozionale di tali contratti si è pressoché decuplicato dalla fine degli anni novanta, raggiungendo lo scorso anno l'importo di circa \$2 000 miliardi. Questo elevato ammontare è però dovuto in parte ad attività di negoziazione e di market-making, anziché a posizioni nette impiegate per coprire o assumere esposizioni creditorie. Ad esempio, fra il 1997 e la fine del 2002 le acquisizioni di strumenti di protezione sul mercato dei derivati creditizi da parte delle banche USA hanno praticamente eguagliato le vendite, essendo entrambe passate da un importo trascurabile a circa \$300–350 miliardi. Nel corso del tempo la posizione netta ha mostrato ampie fluttuazioni in rapporto a quella lorda, e occasionalmente le banche USA sono state venditrici nette. Alla fine dello scorso anno esse risultavano comunque acquirenti nette di protezione

... titoli garantiti da attività ...

... e derivati creditizi



creditizia nella misura di \$60 miliardi, equivalenti all'8% circa dei loro crediti commerciali e industriali.

Le banche sono acquirenti nette di protezione creditizia ...

Un'indagine condotta da Fitch Ratings presso molte importanti istituzioni finanziarie statunitensi ed europee fornisce ulteriori indicazioni sulla dimensione e sulla struttura del mercato dei derivati creditizi nell'autunno 2002 (tabella VII.4). Le posizioni lorde assunte dalle imprese censite ammontavano a \$1 200 miliardi in termini di valore nozionale, cui si aggiungevano \$117 miliardi di "collateralised debt obligation". La quota maggiore sul totale delle posizioni lorde era detenuta dalle banche, ma anche le compagnie di assicurazione e i prestatori di garanzie finanziarie presentavano esposizioni considerevoli. Le posizioni nette apparivano decisamente inferiori a quelle lorde per la totalità del campione. Sempre all'epoca dell'indagine, le banche USA ed europee risultavano acquirenti nette di protezione creditizia, mentre le compagnie di assicurazione e, come prevedibile, i prestatori di garanzie finanziarie detenevano

... mentre le assicurazioni sono venditrici nette

Posizioni in derivati creditizi ¹							
a fine settembre 2002, in miliardi di dollari USA							
	Credit default swap	Prodotti di portafoglio	Credit-linked notes	Total return swap	Altri	Totale ²	Per memoria: CDO ³
Posizioni lorde ⁴							
Totale	614,0	390,6	17,4	48,6	113,7	1 184,4	117,4
Stati Uniti	259,4	327,6	8,3	23,0	110,1	728,5	85,5
Banche	246,7	40,2	7,5	22,2	110,1	426,7	10,2
Assicurazioni	4,9	103,1	0,8	0,9	0	109,7	18,9
Prestatori di garanzie finanziarie	7,8	184,3	0	0	0	192,1	56,4
Europa	354,7	62,9	9,1	25,6	3,6	455,9	31,9
Banche	351,3	54,0	9,0	25,6	3,6	443,4	31,5
Assicurazioni	3,4	8,9	0,1	0	0	12,5	0,4
Posizioni nette ⁴							
Totale	-25,3	206,5	-27,7	2,3	31,6	187,4	...
Stati Uniti	-6,9	215,3	-1,0	1,9	30,7	240,1	...
Banche	-18,3	-42,9	-1,8	1,0	30,7	-31,2	...
Assicurazioni	4,2	99,2	0,8	0,9	0	105,0	...
Prestatori di garanzie finanziarie	7,2	159,1	0	0	0	166,3	...
Europa	-18,5	-8,8	-26,7	0,4	0,9	-52,7	...
Banche	-21,7	-17,7	-26,9	0,4	0,9	-65,0	...
Assicurazioni	3,2	8,9	0,1	0	0	12,3	...

¹ I dati sintetizzano i risultati di un'indagine compiuta su circa 150 operatori attivi nel mercato dei derivati creditizi, con particolare riguardo a quelli che vendono protezione creditizia. ² I valori per le altre aree sono di \$13,9 miliardi (lordi) e di \$8,7 miliardi (netti). ³ "Collateralised debt obligation"; il totale per le altre aree è di \$0,6 miliardi. ⁴ Le "Posizioni lorde" rappresentano le vendite aggregate lorde di protezione creditizia alle controparti. Esse forniscono la misura della perdita massima su tali contratti in caso di fallimento di tutte le entità di riferimento. Le "Posizioni nette" rappresentano invece le vendite aggregate di protezione creditizia al netto delle posizioni opposte verso la stessa entità di riferimento. Le definizioni specifiche delle esposizioni lorde e nette differiscono a seconda dei partecipanti in funzione anche dei rispettivi sistemi di rilevazione.

Fonte: Fitch Ratings. Tabella VII.4

una cospicua posizione netta in vendita. Dall'inchiesta emergeva inoltre che, all'interno dell'Europa, le banche maggiori avevano acquistato protezione da banche regionali secondarie desiderose di ottenere rendimenti più elevati e di diversificare il proprio rischio di credito.

Le istituzioni finanziarie hanno fatto variamente ricorso a questi mercati per trasferire il rischio creditizio fra i diversi paesi e settori. Il trasferimento internazionale del rischio appare particolarmente importante per i prestiti sindacati e le obbligazioni societarie. Negli ultimi anni i gruppi bancari europei e giapponesi hanno contribuito per il 30% ai prestiti sindacati in favore di mutuatari USA (tabella VII.5). Di converso, le banche americane e giapponesi hanno partecipato nella misura del 20% circa ai prestiti concessi a imprese con sede in Europa. Mentre non sono disponibili dati analoghi per il mercato dei titoli garantiti da attività, gli investimenti esteri in obbligazioni private USA sono decisamente aumentati negli anni recenti, raggiungendo alla fine del 2002 l'ammontare di circa \$1 300 miliardi, equivalente a oltre il 20% del volume complessivo in essere.

Per contro, in base alle limitate informazioni disponibili sui derivati creditizi, non sembra che il loro impiego si sia tradotto in un importante trasferimento internazionale del rischio. A livello aggregato, l'indagine ricordata non evidenzia vendite nette di protezione in talune regioni e acquisti netti in altre. A livello istituzionale, una recente inchiesta presso le maggiori banche USA indicava che nella grande maggioranza dei casi i "credit default swap" – la

Questi mercati consentono di trasferire il rischio fra i vari paesi

Prestiti sindacati mondiali a prestatori non finanziari						
in percentuale						
Nazionalità dei prestatori ¹	Nazionalità dei prestatori					Per memoria: in % dei crediti bancari ³
	Stati Uniti	Area dell'euro	Regno Unito	Giappone	Altri ²	
Stati Uniti						
1993-95	49,4	17,2	3,7	12,6	17,2	33,2
1996-99	51,0	17,6	2,5	7,5	21,4	52,0
2000-02	56,4	20,6	4,5	5,6	13,4	48,0
Area dell'euro						
1993-95	8,2	61,1	5,6	14,5	10,6	...
1996-99	8,5	68,5	5,6	4,0	13,4	5,0 ⁴
2000-02	13,7	63,6	10,2	4,6	7,9	7,0
Regno Unito						
1993-95	11,6	27,2	29,2	13,9	18,2	13,7
1996-99	11,7	35,2	22,4	9,9	20,8	23,4
2000-02	15,0	35,2	32,0	7,2	10,7	28,6
Giappone						
1997-99	4,9	17,4	4,0	63,2	10,6	0,5
2000-02	4,1	8,0	1,7	84,4	1,8	2,8

¹ In base alla residenza. ² Comprende i prestiti di origine non identificata. ³ Volume medio dei nuovi prestiti sindacati concordati durante il periodo (utilizzati e non), in rapporto alla consistenza media dei crediti erogati da banche a società non finanziarie. ⁴ 1997-99.

Fonti: Dealogic Loanware; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella VII.5

forma più comune di derivato creditizio – stipulati dalle istituzioni interpellate avevano come controparte residenti statunitensi.

Vulnerabilità

Quantunque in generale le istituzioni finanziarie abbiano superato relativamente bene il recente ciclo, la loro solidità futura è esposta a vari rischi. I più importanti sono quelli legati alle incertezze che caratterizzano il quadro macroeconomico. In effetti, il perdurare dell'inattesa debolezza dell'economia potrebbe ridurre ulteriormente il valore delle attività ed esercitare pressioni aggiuntive sui bilanci. Oltre che a queste contingenze di natura congiunturale, alcune istituzioni sono esposte a rischi legali e di reputazione connessi con l'attività svolta durante il periodo di forte espansione degli ultimi anni novanta, e ulteriori rischi potrebbero derivare agli operatori dalla potenziale fragilità dei nuovi mercati per il trasferimento del rischio creditizio.

Rischi di natura ciclica

Il rischio primario è una protratta debolezza economica

Il fattore fondamentale all'origine dei diversi pericoli cui sono esposte le imprese finanziarie è l'andamento dell'economia mondiale. Una graduale ripresa verso il livello potenziale di crescita, com'è nella maggioranza delle previsioni, dovrebbe con il tempo migliorare la qualità degli impieghi e quindi la redditività delle istituzioni. Per contro, un più lungo periodo di debolezza dell'economia, o addirittura un nuovo rallentamento, rischierebbe di sottoporle a forti pressioni e di erodere ulteriormente le risorse che ne hanno finora sostenuto la capacità di resistenza.

Ruolo chiave dei prezzi delle attività

La debolezza dei prezzi delle attività avrebbe presumibilmente un ruolo chiave in uno scenario del genere. Nonostante la loro protratta discesa, al momento di andare in stampa le valutazioni del mercato azionario restavano relativamente elevate, segnalando attese di un forte recupero degli utili nel breve periodo (Capitolo VI). Inoltre, come mostra l'esperienza storica, i prezzi delle azioni tendono a reagire in misura eccessiva nella fase finale delle grandi correzioni. Di conseguenza, essi potrebbero ancora calare qualora la ripresa tardasse troppo a riprendere slancio. Anche i prezzi degli immobili hanno dato segni di cedimento nei mesi recenti (Capitolo VI). Una prolungata debolezza economica potrebbe senz'altro causare marcate flessioni, almeno nei mercati che hanno registrato gli aumenti maggiori durante gli ultimi anni. Per giunta, l'accresciuto ricorso del settore degli immobili commerciali al finanziamento di mercato potrebbe rivelarsi un'arma a doppio taglio. In caso di deterioramento delle condizioni finanziarie è senz'altro possibile che aumenti la domanda di sicurezza e di liquidità da parte degli investitori, deprimendo i prezzi dei titoli garantiti da ipoteche su immobili commerciali, come avvenne nell'autunno del 1998.

Le assicurazioni sono le più esposte

Data la struttura del loro portafoglio, le imprese di assicurazione sono quelle più direttamente esposte a un nuovo sensibile calo dei prezzi delle attività, specie in un contesto di tassi d'interesse bassi. La base di capitale gravemente indebolita consente loro un limitato margine di manovra, e un eventuale peggioramento delle condizioni di mercato potrebbe rendere più

difficile il reperimento di nuove risorse, senza contare che ulteriori vendite forzate di azioni da parte di assicuratori accentuerebbe il ribasso degli indici di borsa.

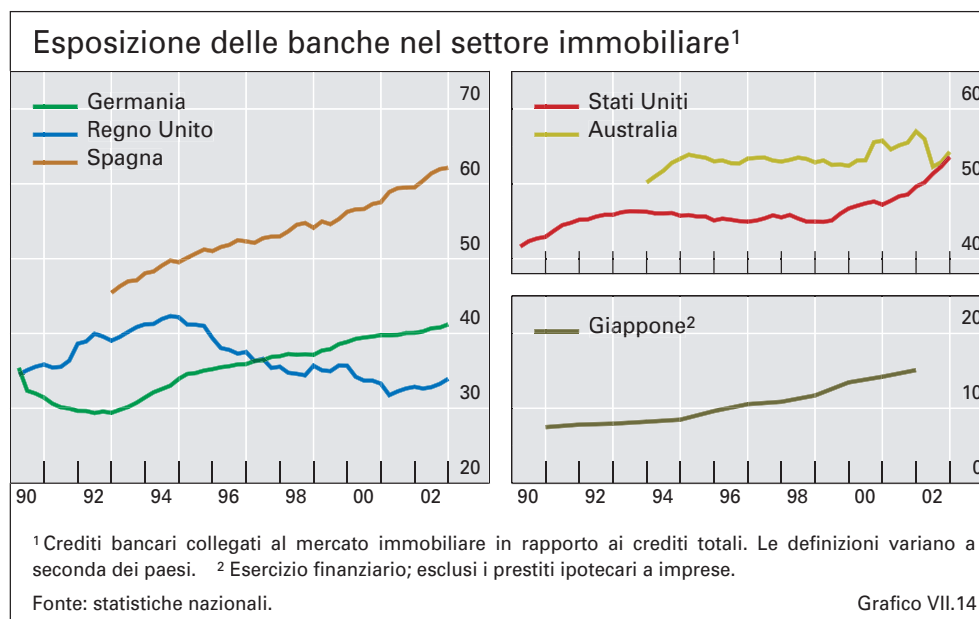
Negli ultimi anni il valore del portafoglio dei fondi pensione aziendali è fortemente calato in seguito al deprezzamento delle azioni, alle insolvenze societarie e all'ampliarsi degli spread creditizi. Sui fondi ha inoltre pesato negativamente il calo dei tassi d'interesse, aumentando il valore attuariale delle passività. Di fronte alla diminuita copertura di queste ultime, molti datori di lavoro, e in particolare le grandi società industriali con personale in età matura, hanno dovuto aumentare i propri contributi ai fondi previdenziali in un momento in cui i profitti erano già calanti. Inoltre, date le pratiche contabili vigenti in molti paesi, è probabile che questi maggiori oneri continuino a gravare sugli utili di bilancio delle società con sistemi pensionistici a prestazioni definite, ritardando l'impatto favorevole di una ripresa economica sulle loro quotazioni di borsa. In vari casi i timori per le conseguenze della sottocapitalizzazione dei fondi sulla struttura finanziaria delle aziende hanno causato abbassamenti dei rating e reso più costoso il finanziamento (Capitolo VI).

Un ulteriore declino dei prezzi delle attività aggraverebbe ancor più la situazione finanziaria di fondi previdenziali a prestazioni definite e delle aziende che vi contribuiscono. Poiché gli operatori sono maggiormente consapevoli dei potenziali effetti delle passività previdenziali sui bilanci societari, potrebbe ulteriormente aumentare la reattività dei corsi azionari e obbligazionari al livello di capitalizzazione dei fondi pensione. Inoltre, in molte giurisdizioni sono stati di recente introdotti, o sono in progetto, cambiamenti nelle regole e procedure che disciplinano il trattamento contabile di tali poste di bilancio e il loro collegamento con il conto economico. Si può presumere che in seguito a tali modifiche sarà più difficile gestire le minusvalenze del portafoglio, in quanto verrà ridotto il margine di flessibilità di cui dispongono oggi le aziende per ammortizzare nel più lungo periodo l'impatto sugli utili di un'insufficiente copertura dei fondi pensionistici.

Un prolungato periodo di debolezza economica accompagnato da una nuova svalutazione delle attività inciderebbe anche sulle condizioni finanziarie delle banche, sebbene la manifestazione di tali effetti possa richiedere tempi più lunghi. Nonostante gli sforzi compiuti di recente da talune società per ristrutturare i propri bilanci, in molti paesi il debito delle imprese rimane elevato, cosicché una protratta crescita al disotto del potenziale, attraverso il suo impatto negativo sulle entrate e sui profitti aziendali, rischierebbe di far aumentare le perdite delle banche sui crediti concessi alle imprese. In particolare, le istituzioni bancarie continuano ad essere molto esposte verso società operanti in settori deboli, come le tecnologie informatiche, i mass media, le telecomunicazioni e i servizi di trasporto. Anche un ribasso dei prezzi degli immobili potrebbe danneggiare le banche, perché in numerosi paesi la quota dei crediti garantiti da beni immobili è assai elevata, e in alcuni casi è ancora salita di recente (grafico VII.14). Qualora la crescita del reddito e dell'occupazione dovesse mantenersi bassa, e il calo di prezzo delle abitazioni limitasse le opportunità di finanziamento a fronte di questi cespiti patrimoniali, la qualità dei crediti alle famiglie potrebbe facilmente scendere al disotto della categoria

Anche gli schemi pensionistici sono soggetti a potenziali pressioni

Gli effetti avversi sulle banche potrebbero tardare a manifestarsi



“sub-prime”, che già manifesta notevoli segni di tensione. Una perdurante congiuntura debole e un deprezzamento degli immobili causerebbero difficoltà anche al segmento delle ipoteche su fabbricati non residenziali, minando quello che è stato un fattore di forza, sia per le banche che per le assicurazioni, durante la recente fase di rallentamento dell’economia.

Talune istituzioni sono esposte a un rialzo dei tassi

Una protratta debolezza dell’economia potrebbe causare anche un rialzo dei tassi d’interesse a lungo termine, sia peggiorando lo stato delle finanze pubbliche, sia innescando una fuga verso la liquidità in risposta alle accresciute incertezze. Una siffatta evoluzione minaccerebbe le istituzioni che detengono una consistente esposizione al rischio di tasso d’interesse. Se per alcuni intermediari tale esposizione può essere voluta, in previsione di rendimenti stabili o calanti, per altri – come le banche giapponesi – essa è semplicemente dovuta a mancanza di alternative. Per giunta, alcune istituzioni potrebbero avere difficoltà a coprire la loro complessa posizione di tasso d’interesse. Ciò vale, ad esempio, per le agenzie federali di credito ipotecario negli Stati Uniti, che sono esposte a rischi di un incerto volume di rimborsi anticipati. Una volta iniziata, l’ascesa dei tassi potrebbe essere amplificata da una contrazione della liquidità se alcuni operatori fossero di conseguenza indotti a ritirarsi dall’attività di negoziazione e di market-making, come accadde agli inizi del 1994. Ovviamente, anche una ripresa dell’economia più rapida del previsto farebbe salire i tassi d’interesse. In questo caso, però, l’aumento dei redditi e dei prezzi delle attività contribuirebbe senz’altro ad attenuare i rischi per le istituzioni finanziarie.

Altri rischi

Quand’anche si consolidi il valore delle attività con l’ulteriore graduale ripresa dell’economia mondiale, alcune istituzioni finanziarie potrebbero comunque incontrare difficoltà di altro genere, dovute in parte al retaggio dell’espansione dei mercati finanziari alla fine degli anni novanta. In tale contesto sono

individuabili due fattori di vulnerabilità: i rischi legali e di reputazione conseguenti all'attività svolta dalle istituzioni durante quel periodo e le possibili difficoltà nel funzionamento dei nuovi mercati per il trasferimento del rischio creditizio. Questi rischi sono più difficili da valutare e presumibilmente meno diffusi di quelli collegati alla debolezza dell'economia e al calo dei prezzi delle attività. Nondimeno, essi potrebbero causare problemi a grandi istituzioni e, a seconda delle circostanze, avere in definitiva conseguenze di portata più vasta.

Non è facile, al momento attuale, valutare l'entità dei rischi legali e di reputazione cui sono esposte le maggiori banche di investimento per le pratiche seguite negli ultimi anni novanta. Un certo numero di grandi intermediari operanti negli Stati Uniti ha recentemente raggiunto un accordo con le autorità federali e locali per comporre talune vertenze connesse con le analisi di mercato e la gestione delle OPI. Tale regolamento comporta costi notevoli, ma sopportabili, per il settore. Tuttavia, esso non preclude la possibilità di ulteriori azioni di parte ufficiale in ordine alle discutibili interazioni con la Enron o con altre società dissestate, né di procedimenti legali promossi da investitori privati.

Alla fine del 2002 due grandi banche americane hanno effettuato accantonamenti per coprire i presunti costi connessi con eventuali indagini e controversie di questo tipo. Data l'incertezza che caratterizza tali dispute giuridiche, nonché l'elevato numero dei possibili partecipanti alle azioni legali e l'entità dei risarcimenti potenzialmente richiesti, non è facile giudicare l'adeguatezza delle predette riserve. È quindi lecito ipotizzare che i costi finali possano eccedere gli accantonamenti finora costituiti. Di conseguenza, in uno scenario estremo, singole istituzioni potrebbero subire declassamenti del merito di credito e gravi pressioni sulla situazione di liquidità.

La dipendenza di alcune imprese finanziarie dai mercati per il trasferimento del rischio ai fini della gestione delle esposizioni creditorie suscita alcuni interrogativi. In primo luogo, sebbene questi mercati abbiano fatto fronte con successo a vari fallimenti di importanti società, non si possono escludere difficoltà future, poiché essi sono relativamente nuovi e non hanno ancora superato il vaglio di un periodo di forti tensioni. Un problema particolare è che essi sono scarsamente trasparenti per quanto concerne la ripartizione ultima dei rischi, con il risultato che alcuni intermediari potrebbero assumere più rischio di quanto non appaia agli altri operatori o alle autorità di vigilanza. Inoltre, il ruolo centrale svolto da un numero ristretto di grandi istituti e i conseguenti legami reciproci implicano che i problemi di una istituzione potrebbero facilmente propagarsi alle altre, nonostante gli sforzi per contenere le esposizioni. Qualora tale contagio dovesse pregiudicare la liquidità e la funzionalità del mercato, altri operatori potrebbero avere difficoltà a gestire il proprio rischio creditizio. Il probabile esito sarebbe una diminuzione del credito disponibile e un aumento del suo costo.

Un secondo rischio insito in questi mercati deriva da un problema di natura strutturale. Molti intermediari finanziari che ricorrono ai derivati creditizi per gestire le proprie esposizioni intrattengono rapporti di credito o di collocamento mobiliare con le stesse imprese cui fa capo il rischio che essi negoziano. Di conseguenza, tali istituzioni potrebbero a volte aver accesso a

Rischi legali e di reputazione per le maggiori istituzioni

I nuovi mercati per il trasferimento del rischio destano timori riguardanti la scarsa trasparenza ...

... il rischio di concentrazione ...

... e i conflitti di interesse

informazioni riservate che consentono loro di acquisire un indebito vantaggio sugli operatori che non dispongono delle stesse informazioni. Un'attività di negoziazione basata su informazioni esclusive può violare la legge e scoraggiare potenziali controparti. Le istituzioni finanziarie dispongono di meccanismi interni volti ad assicurare che, in linea di principio, i propri operatori di mercato non abbiano accesso alle informazioni riservate o non possano comunque effettuare negoziazioni basandosi su di esse. Tuttavia, tali meccanismi potrebbero limitare, forse in misura rilevante, la capacità delle istituzioni di impiegare i derivati creditizi per gestire le proprie esposizioni al rischio di credito.

Canali multipli di finanziamento e tenuta del settore finanziario

L'intermediazione di bilancio e di mercato hanno ruoli complementari

L'attuale ciclo si discosta dall'esperienza tipica del passato per quanto concerne sia le cause del rallentamento sia la performance del settore finanziario. Esso suscita inoltre interrogativi circa i ruoli complementari dell'intermediazione di bilancio e di mercato in un contesto di forti tensioni finanziarie. Pertanto, alla luce degli sviluppi recenti, è importante comprendere i punti di forza e di debolezza di questi due canali.

Il valore economico del sistema finanziario si misura in base alla sua efficacia nell'incanalare le risorse dai risparmiatori alle unità produttive e nell'allocare il rischio presso coloro che hanno la volontà e la capacità di assumerlo. In questo senso, un sistema è migliore se svolge tali funzioni in modo efficiente ed è meno soggetto a turbative e strozzature.

L'intermediazione di bilancio può contribuire a risolvere i problemi informativi e di incentivazione ...

Il principale vantaggio dell'intermediazione di bilancio è che essa si dimostra più idonea a superare gli ostacoli sul piano dell'informazione e degli incentivi, grazie alla possibilità di monitorare le controparti e di intrattenere con esse relazioni multiformi su orizzonti di più lungo periodo. Tuttavia, dato che gli intermediari assumono normalmente sui propri conti il rischio creditizio che ne deriva, le opportunità di diversificazione sono vincolate dalla dimensione del bilancio e dai costi fissi che comporta una relazione ad elevata intensità di informazioni.

... ma quella di mercato può migliorare la diversificazione

L'intermediazione di mercato consente una migliore dispersione dei rischi fra i componenti del sistema, sempreché gli investitori finali mantengano un portafoglio ben diversificato. Tale diversificazione si fonda sulla disponibilità di informazioni pubbliche, in virtù delle quali ogni operatore può valutare il rapporto rischio/rendimento dei diversi investimenti, e su bassi costi di transazione, che permettono di aggiustare facilmente i portafogli in base alle nuove informazioni sulle controparti. Di conseguenza, la negoziabilità degli strumenti e la presenza di regole sulla diffusione e sul trattamento delle informazioni sono i presupposti fondamentali di un sistema di mercato efficace.

Utile complementarietà in situazioni di stress

La possibilità di passare agevolmente dall'intermediazione di bilancio a quella negoziata sul mercato è una caratteristica auspicabile di un sistema finanziario. I sistemi che presentano tale flessibilità sono verosimilmente più robusti rispetto a quelli che dipendono da un solo circuito. In altri termini, i due canali sono in grado di offrire una forma di diversificazione a livello di

intero sistema, poiché le eventuali disfunzioni in un canale possono essere attenuate aumentando il ricorso all'altro. Inoltre, nella misura in cui i conglomerati finanziari partecipano sia all'erogazione diretta di credito, sia all'attività di sottoscrizione e di market-making, si può presumere che il loro flusso di reddito presenti una maggiore resilienza rispetto a quello di intermediari più specializzati.

D'altra parte, gli evidenti benefici economici offerti dalla presenza di canali alternativi di finanziamento potrebbero essere ridotti dal processo di aggregazione fra le grandi imprese finanziarie. Dal punto di vista della singola istituzione, l'accesso a una più vasta gamma di funzioni e di prodotti dovrebbe offrire opportunità di commercializzazione incrociata e di diversificazione atte a migliorare la redditività e a ridurre il rischio. Per contro, dal punto di vista della stabilità sistemica, la presenza di maggiori conglomerati può dare origine a nuovi rischi. Nella misura in cui le stesse istituzioni sono sempre più impegnate in entrambi i tipi di attività finanziaria, un'unica base patrimoniale si trova a dover sostenere l'intermediazione di bilancio, i servizi di investimento mobiliare e le funzioni di market-making (tabella VII.6). Di conseguenza, le perdite subite in un'area operativa possono causare problemi all'intera impresa, e pregiudicare così l'attività in altre aree.

Tali interazioni fanno sì che uno shock abbastanza forte possa, attraverso i suoi effetti su una o più istituzioni finanziarie grandi e complesse, compromettere il funzionamento di entrambi i circuiti di intermediazione. Il rischio di contagio potrebbe aumentare in quanto il consolidamento si è accompagnato a una notevole concentrazione delle operazioni tra i più grandi intermediari. Un pericolo collegato è che, con la crescente diversificazione operativa dei singoli conglomerati, il settore finanziario nel suo insieme diventi meno diversificato, in quanto le maggiori istituzioni vengono ad assumere esposizioni sempre più simili. Pertanto, se da un lato la maggiore diversificazione degli intermediari può potenziare la capacità di resistenza del sistema finanziario di fronte a shock di piccola o media intensità, dall'altro la mancanza di diversità a livello sistemico implica che un solo shock di grande intensità possa ripercuotersi negativamente su tutte le principali imprese finanziarie attive in un'economia, causando potenziali problemi a livello macroeconomico. D'altra parte, la globalizzazione potrebbe attenuare questo rischio nella misura in cui gli operatori esteri siano capaci di sostituirsi a quelli nazionali in difficoltà.

Un ulteriore costo economico collegato alla presenza di grandi conglomerati con una sfera operativa estesa ad ambedue i canali di intermediazione deriva dai potenziali conflitti di interesse. Lo sfruttamento di sinergie nella produzione congiunta di servizi finanziari può dare origine a situazioni in cui le iniziative di un'istituzione possono avvantaggiare alcuni clienti, o l'istituzione stessa, a scapito di altri. Due esempi degli interessi confliggenti che possono manifestarsi in un conglomerato sono l'attività di sottoscrizione e collocamento di titoli svolta per imprese con le quali l'unità bancaria del gruppo intrattiene regolari rapporti creditizi, e l'approntamento di analisi di mercato per titoli sottoscritti dalla stessa istituzione. L'esperienza recente prova che in siffatte circostanze le istituzioni finanziarie possono agire in modo tale da ridurre la capacità del sistema di gestire e analizzare le informazioni. Ciò

Il consolidamento può ridurre tale complementarità ...

... poiché la stessa base di capitale può coprire entrambi i canali ...

... e le imprese possono assumere profili di rischio analoghi

I conflitti di interesse ...

... possono pregiudicare l'efficienza del sistema finanziario

Misure del grado di concentrazione per linee di prodotto				
in percentuale				
Prime cinque istituzioni per:	Quota delle prime cinque istituzioni per: ¹			
	collocamento di obbligazioni internazionali	collocamento di azioni internazionali	allestimento di prestiti sindacati	mercato dei derivati
collocamento di obbligazioni				
1991-93	36,5	42,2	7,4 ²	...
1994-96	36,1	43,1	25,1	14,9
1997-99	40,9	43,7	23,6	19,2
2000-02	42,5	38,9	19,8	24,2
collocamento di azioni				
1991-93	29,8	60,4	7,7 ²	...
1994-96	33,0	54,2	6,5	8,8
1997-99	38,5	53,0	7,1	12,7
2000-02	38,3	56,2	12,7	13,5
allestimento di prestiti sindacati				
1993	20,3	20,5	50,0	...
1994-96	17,1	17,3	54,4	20,7
1997-99	13,9	8,6	49,9	26,6
2000-02	26,6	14,7	41,9	38,7
mercato dei derivati				
1994-96	11,8	8,3	40,0	33,0
1997-99	20,4	14,3	35,5	38,7
2000-01	23,8	16,5	39,0	49,7

¹ Quota percentuale sul volume totale dell'attività in un dato settore (colonne) detenuta dalle prime cinque istituzioni in ciascun settore (righe). Ad esempio, nel 1991-93 le prime cinque istituzioni nel settore dei collocamenti obbligazionari hanno partecipato per il 36,5% al collocamento complessivo di obbligazioni internazionali. Alle stesse istituzioni è attribuibile il 42,2% del volume totale di azioni internazionali collocate durante tale periodo. ² Solo 1993.

Fonti: Dealogic; Dealogic Loanware; Swaps Monitor; elaborazioni BRI. Tabella VII.6

può comportare distorsioni nel meccanismo di prezzo, che compromettono l'efficienza allocativa del sistema finanziario.

Le istituzioni complesse pongono varie sfide agli organi di vigilanza

Le istituzioni finanziarie complesse in cui l'intermediazione di bilancio si combina con servizi che facilitano l'intermediazione di mercato pongono varie sfide alle autorità di vigilanza. In primo luogo, a livello microprudenziale il loro profilo operativo mette in questione i sistemi di gestione del rischio – e, per estensione, i regimi regolamentari – tradizionalmente strutturati in funzione del concetto di impresa con operatività specializzata. Un più ampio ventaglio di attività in capo alla stessa istituzione richiede l'adozione di sistemi di gestione del rischio più flessibili e integrati, basati su una visione olistica dell'azienda. Ne è un esempio significativo il coinvolgimento delle imprese di assicurazione nell'offerta di protezione dal rischio di insolvenza mediante i derivati creditizi, considerato che questi strumenti interessano sia l'attività di investimento sia quella di sottoscrizione di contratti, convenzionalmente gestite in modo separato.

In secondo luogo, sul piano macroprudenziale la presenza di grandi e complesse istituzioni acuisce il rischio che una concentrazione eccessiva può implicare per la stabilità finanziaria sistemica. Come si è detto, le tensioni a livello di singola impresa possono più facilmente propagarsi alle sue controparti, e dato che queste potrebbero senz'altro essere esposte a rischi analoghi, aumenta la probabilità che diverse istituzioni vengano simultaneamente a trovarsi in difficoltà. Pertanto, i sistemi di regolamentazione e vigilanza devono essere adeguati alla natura specifica dei rischi assunti da questi grandi e complessi intermediari e ai costi macroeconomici che possono derivare dall'insorgenza di problemi a livello di tali istituzioni.

Infine, la maggiore probabilità che forti shock producano allo stesso tempo effetti avversi su molte istituzioni condiziona la scelta dei mezzi d'azione da parte delle autorità. Se le difficoltà si concentrano in un ristretto novero di intermediari, gli interventi di natura circoscritta mirati a questi ultimi possono essere efficaci. Se invece i problemi sono diffusi, un tale approccio rischia di non essere praticabile, sicché le autorità possono trovarsi nell'esigenza di adottare misure più generali, e necessariamente meno incisive, come una riduzione dei tassi d'interesse.

VIII. Conclusioni: verso una crescita mondiale più equilibrata

L'economia mondiale è posta di fronte a un dilemma decisivo che si acuisce con l'andar del tempo: come appianare gli squilibri nella crescita e nei saldi con l'estero delle principali aree economiche, preservando al tempo stesso una vigorosa espansione globale? La possibilità che gli investimenti subentrino alla spesa per consumi negli Stati Uniti, qualora questa dovesse rarefarsi, non è il solo aspetto importante della questione. Dopotutto, l'economia statunitense beneficia del sostegno di politiche monetarie e fiscali decisamente espansive, oltre che del recente deprezzamento del dollaro. Ciò che invece preoccupa di più è se nel resto del mondo, soprattutto nell'Europa continentale e in Giappone, la domanda interna riuscirà a riprendere quota dopo un lungo periodo di debolezza. In tale contesto, il calo del dollaro rappresenta a un tempo una sfida e un'opportunità per le economie il cui cambio reale tende ad aumentare. L'apprezzamento delle valute si limiterà a rallentare la crescita di questi paesi – e forse, a sua volta, la stessa crescita globale – o non aprirà piuttosto la strada a riforme strutturali e a politiche più espansive di gestione della domanda, in grado di migliorare significativamente la performance dell'economia negli anni a venire?

Nell'immediato, le prospettive di crescita dipenderanno in ampia misura da due parametri economici fondamentali: la propensione al risparmio e la propensione ad assumere rischi. Entrambi hanno subito di recente repentini mutamenti, che racchiudono in sé un notevole grado di incertezza sul futuro andamento dell'economia.

La dinamica della propensione al risparmio assume particolare rilevanza negli Stati Uniti, la cui economia ha dato un enorme impulso alla domanda globale per quasi un decennio. Il declino nel lungo periodo dei saggi di risparmio delle famiglie statunitensi è stato notevole e, tramite i suoi effetti sul conto corrente, ha sorretto considerevolmente la domanda mondiale. Flessioni analoghe sono state osservate in diversi altri paesi, accompagnate spesso da un sostanziale accumulo di debito sia interno che estero. È ipotizzabile che, con il tempo, movimenti di tale ampiezza subiscano un'inversione, almeno parziale, a scapito della spesa interna di quei paesi e della capacità di esportazione di altre economie. In Asia, dove i saggi di risparmio sono parimenti diminuiti pur rimanendo in genere su livelli molto più elevati, si è fatto spesso ricorso a strategie impennate sulle esportazioni per stimolare la crescita della domanda. Mantenere siffatte strategie in presenza di un aumento del risparmio internazionale equivarrebbe a inibire l'espansione mondiale complessiva. In tale contesto, e con un'inflazione già su bassi livelli, non è inconcepibile che possano altresì emergere problemi di deflazione più generalizzata.

Certo, è possibile – quantunque meno probabile – che nelle economie con scarsa propensione al risparmio la spesa continui a crescere a ritmi sostenuti, e che i capitali continuino ad affluirvi senza ostacoli, o in misura persino maggiore, dai paesi con alti tassi di risparmio. A rilevare non è tanto lo stock di debito estero, quanto la capacità di assicurarne il servizio attraverso il potenziale produttivo sottostante. I fattori decisivi per seguitare ad attrarre flussi di capitali sarebbero un aumento della produttività a tassi relativamente elevati, nonché l'abilità di trasformare gli accresciuti livelli di efficienza in una più alta remunerazione del capitale. La performance degli Stati Uniti negli ultimi anni è degna di nota per ciò che concerne il primo aspetto, non altrettanto per il secondo.

Un ulteriore fattore che condiziona le prospettive nel breve termine è l'atteggiamento degli investitori verso il rischio. Da un lato, le inadeguatezze in materia di governo societario hanno ingenerato una profonda diffidenza nei confronti delle informazioni contabili. La possibilità di sviluppi negativi è percepita ora assai più chiaramente che non nella recente fase di lunga espansione. L'esperienza delle perdite di capitale registrate in passato consente oggi di valutare meglio la vulnerabilità delle istituzioni finanziarie inclini al rischio. Questo mutato atteggiamento potrebbe facilmente ridurre la disponibilità sia dei creditori sia dei debitori ad assumere rischi, e quindi frenare la crescita. Dall'altro lato, proprio il recente dinamismo dei mercati azionari e il sensibile calo degli spread societari potrebbero segnalare il ritorno di una più generale propensione al rischio.

Ciò che si può invece affermare con assai maggiore certezza è che, a medio e a lungo termine, le prospettive di una più equilibrata espansione dell'economia dipenderanno anche dai mutamenti nelle politiche dei paesi industriali con radicati problemi strutturali. Per decenni la Germania e il Giappone hanno entrambi risentito di gravi rigidità, acuite dalla riunificazione del paese nel primo caso e dallo sgonfiarsi della bolla dei prezzi degli attivi nel secondo. Per appianare le difficoltà dal lato dell'offerta, le due economie hanno puntato su strumenti di politica fiscale e su una crescita trainata dalle esportazioni. Oggi, queste linee d'azione potrebbero essere prossime ai limiti della loro efficacia.

Una questione correlata interessa una gamma molto più ampia di paesi. L'apertura delle economie emergenti e in transizione, con il trasferimento di moderni metodi di produzione, ha già determinato eccezionali aumenti di produttività e spinte al ribasso sui prezzi dei beni. Ciò pone problemi a numerosi produttori da tempo affermati sul mercato, pur ampliando le opportunità di vendita di molti altri. Ne consegue la necessità che l'ormai consolidata tendenza dell'area industriale a muovere verso un'economia basata sui servizi acceleri il passo. A meno che non si creino nuovi posti di lavoro in settori innovativi, o che non si correggano adeguatamente le retribuzioni, tale stato di cose è destinato a innalzare la disoccupazione in modo duraturo. Ma il problema dell'aggiustamento non riguarda solo il mondo industriale. I paesi dell'Est asiatico, ad esempio, dovranno conformarsi alla crescente importanza della Cina e di un'economia come quella dell'India che, grazie al processo di liberalizzazione, sembra seguirla da vicino. Anch'essi hanno ereditato

dallo scorso decennio problemi finanziari non ancora risolti, che potrebbero dissuadere i prestatori dal finanziare gli indispensabili cambiamenti.

In termini più generali, non è mai stata così avvertita l'esigenza di rispondere in maniera flessibile all'evoluzione futura, tanto più che l'alternativa potrebbe essere un ritorno al protezionismo. I timori al riguardo sono stati acuiti dai modesti progressi compiuti sinora nei negoziati commerciali del Doha Round e da attriti fra le due sponde dell'Atlantico. Le spinte deflative e la necessità di onerosi aggiustamenti alla situazione venutasi a creare con l'esaurirsi delle bolle speculative potrebbero esacerbare quelle tendenze isolazioniste. Abbiamo già avuto modo di osservare una simile reazione agli inizi degli anni trenta, ed è stata un'esperienza tutt'altro che piacevole.

Tenuto conto di questi precedenti storici, è opportuno richiamare l'attenzione dei policymaker su due aspetti. In primo luogo, giacché nel mare dell'economia navighiamo tutti sulla stessa barca, è necessaria una maggiore cooperazione a livello sia nazionale – tra le autorità monetarie, fiscali e di vigilanza – sia internazionale. In secondo luogo, non va dimenticato che troppo spesso rimedi affrettati comportano costi duraturi e vantaggi effimeri. Questa considerazione dovrebbe esortare i responsabili delle politiche a conciliare la capacità di rispondere in maniera flessibile alle difficoltà di breve periodo con la sostenibilità delle strategie nel medio termine.

Opportunità e vulnerabilità per gli anni a venire

Con la fine della guerra in Iraq dovrebbero venir meno alcune delle incertezze che frenano la crescita economica. È presumibile che a trarne profitto saranno sia la domanda dei consumatori sia gli investimenti fissi delle imprese, specie nelle economie in cui queste componenti di spesa sono state insolitamente deboli. Il desiderio di ricostituire le scorte scese a livelli esigui – non da ultimo per assicurare la continuità delle forniture – potrebbe del pari contribuire a un'espansione della domanda. Nondimeno, sarà necessario valutare la futura propensione alla spesa tenendo anche presente il retaggio che l'eccezionale ottimismo del Giappone negli ultimi anni ottanta e degli Stati Uniti dieci anni dopo ha lasciato dietro di sé: alti livelli di debito, capacità produttiva inutilizzata, svalutazione dei corsi azionari.

L'esperienza giapponese insegna come tali eccessi possano retroagire sulla solidità del sistema finanziario, se non addirittura culminare in una deflazione. In confronto al Giappone, tuttavia, la fase espansiva degli Stati Uniti differisce per almeno tre aspetti importanti. Un primo aspetto positivo è che negli Stati Uniti non si sono osservati rialzi altrettanto pronunciati nei prezzi degli immobili commerciali. Un secondo aspetto, ugualmente positivo, riguarda le fonti di finanziamento della crescita, quasi interamente circoscritte al sistema bancario in Giappone e molto più diversificate negli Stati Uniti. Una terza differenza potrebbe avere implicazioni meno favorevoli, anche se non necessariamente a svantaggio di quest'ultimo paese. Se da un lato l'espansione dell'economia nipponica è stata finanziata con risorse interne, essendosi effettivamente accompagnata a un significativo avanzo del conto corrente, quella statunitense è stata in ampia misura sostenuta da capitali esteri. Per

sospingere la crescita molti paesi hanno fatto assegnamento sulle esportazioni verso gli Stati Uniti, fornendo loro ingenti mezzi finanziari attraverso la bilancia dei movimenti di capitale.

Nel caso in cui, per qualsivoglia motivo, il dollaro dovesse subire ulteriori cedimenti, sarebbero i paesi creditori a dover sostenere un duplice onere per l'aggiustamento. Essi dovrebbero anzitutto generare una maggiore spesa interna per tenere alta la domanda e bassa la disoccupazione. Nel contempo, sarebbero costretti a prendere atto della perdita di valore delle loro attività finanziarie denominate in dollari, causata sia dai più bassi prezzi di mercato sia dal deprezzamento stesso della valuta americana. Al contrario, per gli Stati Uniti la recente flessione del dollaro consolida le prospettive di crescita e riduce la probabilità di una deflazione.

Dal secondo semestre del 2000 si è assistito a una contrazione eccezionalmente drastica degli investimenti negli Stati Uniti. Tuttavia, grazie in parte al risoluto allentamento della politica monetaria, i consumi hanno mostrato una buona tenuta. Resta ora da vedere se gli investimenti riprenderanno slancio e se i consumi non rischiano invece di indebolirsi. L'ampia variabilità delle attuali previsioni sull'economia statunitense rispecchia un semplice dato di fatto: negli ultimi tempi nessuna di queste componenti fondamentali della spesa ha seguito la dinamica prevedibile in base all'esperienza dell'ultimo dopoguerra.

Per certi versi, negli Stati Uniti le prospettive degli investimenti appaiono in lieve miglioramento. Nonostante il protrarsi di una debole crescita dell'economia mondiale, gli utili e il cash flow hanno segnato alcuni progressi e la copertura degli oneri finanziari resta ampia. Sarebbe tuttavia avventato prospettare un forte rilancio degli investimenti delle imprese statunitensi, soprattutto in presenza di un grado di utilizzo della capacità produttiva al livello più basso da vent'anni a questa parte e di uno stock di debito tuttora elevato. La cautela riguardo ad altri possibili vincoli che gravano sui profitti futuri – valgano per tutti l'insufficiente finanziamento delle passività pensionistiche e gli accresciuti costi assicurativi e previdenziali – potrebbe indurre le imprese a "sfrondare" ulteriormente i bilanci. Questa, a dire il vero, potrebbe essere l'aspettativa dei mercati finanziari. Pur lasciando aperte altre possibili interpretazioni, la marcata flessione registrata di recente dagli spread creditizi è in linea con la convinzione che le direzioni aziendali assumeranno le opportune iniziative per tagliare i costi e ridurre la probabilità di future insolvenze.

Gli accresciuti investimenti societari in un capitale sempre più produttivo hanno costituito una componente importante della "nuova era" statunitense. Essi hanno non solo stimolato direttamente la domanda, ma hanno anche favorito la percezione di una maggiore ricchezza, che ha impresso a sua volta un impulso indiretto ai consumi. Di fatto, in termini di incidenza sul PIL nominale la spesa delle famiglie mostra da anni una dinamica ascendente, che negli ultimi tempi si è molto accentuata. Per questo importante motivo, e nonostante il calo dei corsi azionari, non si può ancora affermare che la fase di forte espansione si sia conclusa. La flessione dei tassi ipotecari, la continua ascesa dei prezzi degli immobili residenziali e le innovazioni finanziarie che hanno consentito di monetizzarne il plusvalore hanno tutte contribuito a stimolare la spesa delle famiglie.

Tutto ciò si è estrinsecato nella propensione delle stesse famiglie statunitensi a sospingere il debito a livelli record. Nonostante i bassissimi tassi d'interesse, gli oneri per il servizio del debito sono ugualmente cresciuti. Tuttavia, le esposizioni debitorie potrebbero rivelarsi fonte di preoccupazione ancora maggiore se dovessero intensificarsi le pressioni sui livelli dell'occupazione o accentuarsi le svalutazioni dei prezzi azionari e dei fondi pensione. In ogni caso, il sostegno fornito alla spesa dai rifinanziamenti immobiliari è destinato ad affievolirsi. I rincari dei prezzi delle abitazioni stanno rallentando e, a meno di un ulteriore sostanziale calo dei tassi sui mutui ipotecari, le occasioni di rinegoziare vantaggiosamente i prestiti sono state in gran parte già sfruttate.

Data l'incertezza che circonda le prospettive economiche negli Stati Uniti, sarebbe rassicurante poter scorgere altrove opportunità per un rapido rilancio della domanda. Purtroppo, non è facile individuare poli alternativi di espansione. In un primo momento si riteneva che l'Europa continentale avrebbe tratto profitto dai minori squilibri finanziari rispetto agli Stati Uniti. In realtà, è stata l'Europa ad avere smentito con maggiore frequenza le previsioni di crescita e, visti i dati negativi pubblicati di recente, ad averle ridotte drasticamente. Le prospettive appaiono in particolar modo problematiche per la Germania, dove i saggi di risparmio delle famiglie hanno ripreso a crescere insieme alla disoccupazione, dopo anni di costante flessione. Nell'Europa continentale la fiducia è andata diminuendo pressoché ovunque. Ciò potrebbe essere la conseguenza delle perdite subite dagli investitori, che avevano finanziato buona parte dell'espansione dell'economia americana e l'impennata degli investimenti nel settore europeo delle telecomunicazioni. A quelle perdite si sono aggiunti i rincari del greggio e le incertezze di natura politica, interne e internazionali, che non hanno certo agito in senso favorevole. Fortunatamente, con il tempo alcuni di questi problemi paiono attenuarsi, grazie soprattutto al recente calo dei prezzi del petrolio.

Anche in altre aree del mondo le prospettive sembrano piuttosto contrastanti. Dopo tanti anni di lenta crescita in Giappone, dovuta in ampia misura ai tagli degli investimenti, occorre una fervida fantasia per poter intravedere miglioramenti. Nondimeno, va altresì rilevato che lo stock di debito è stato notevolmente ridotto e che gli utili operativi di molte grandi imprese sono aumentati sensibilmente. Il punto di svolta deve pur intervenire prima o poi, anche se è sempre difficile prevederne il momento esatto. Per la Cina e l'India l'opinione ora prevalente è che il ritmo di crescita costante e relativamente rapido registrato di recente sarà mantenuto. In altri paesi dell'Asia la domanda interna dovrebbe contribuire in misura sempre maggiore a una forte espansione dell'economia, sebbene l'epidemia di SARS possa ancora pregiudicare significativamente la produzione in Cina e la fiducia dei consumatori in altri paesi. Anche le prospettive per le principali economie dell'America latina sembrano volgere al meglio, poiché l'accresciuta stabilità politica e la rinnovata fiducia dei mercati finanziari hanno contribuito a una parziale ripresa dalla fase di debolezza dell'economia.

La performance delle varie aree nell'anno a venire dipenderà in parte dai movimenti del cambio, soprattutto nei confronti del dollaro. In linea di

principio, i paesi creditori dovrebbero essere disposti ad accettare apprezzamenti della propria moneta per consentire a quelli debitori, come gli Stati Uniti, di attuare il riequilibrio della propria posizione esterna. In pratica, tuttavia, di fronte alle incerte prospettive sulla crescita interna, alcuni paesi creditori dell'Asia hanno già cominciato a contrastare questo effetto ricorrendo a una varietà di misure più o meno convenzionali. Da un lato, ciò potrebbe essere auspicabile laddove conduca a un calo dei tassi d'interesse in grado di stimolare la domanda interna. Dall'altro, questa resistenza all'apprezzamento in Asia implica la probabilità che l'onere dell'aggiustamento del cambio ricada in misura sproporzionata su quelle valute che, come l'euro, non fluttuano solo teoricamente. Un ulteriore fattore che potrebbe incidere sul valore relativo delle principali monete sarebbe una minore disponibilità dei paesi creditori a detenere le proprie riserve essenzialmente in dollari, così come avviene attualmente.

Le oscillazioni del cambio influenzano non solo il prodotto, ma anche il livello dei prezzi. Gli effetti diretti della traslazione del cambio sui prezzi sembrano essere diminuiti negli ultimi anni tanto nell'area industriale quanto nelle economie emergenti, probabilmente per la maggiore efficacia delle politiche di contenimento dell'inflazione, rafforzate dal migliore ancoraggio delle aspettative inflazionistiche a bassi livelli. Viceversa, gli effetti indiretti sui prezzi interni – che rispecchiano le variazioni del prodotto dovute agli effetti di sostituzione sull'interscambio e di valutazione degli attivi – appaiono tuttora considerevoli. L'apprezzamento potrebbe pertanto rivelarsi particolarmente sgradito a quei paesi, come il Giappone e la Cina, dove la deflazione è ormai una realtà. Ma potrebbe ugualmente complicare la vita a un crescente numero di paesi la cui inflazione è già talmente bassa da rendere plausibile l'insorgere di un contesto deflazionistico. Le ben note distorsioni campionarie nella misurazione dell'indice dei prezzi al consumo in molti paesi, unitamente alla generalizzata tendenza delle previsioni a sovrastimare l'inflazione futura, sono anch'esse indicative di quanto l'eventualità di una deflazione debba essere seriamente considerata.

Va riconosciuto che la deflazione non è necessariamente un male quando rispecchia shock positivi dal lato dell'offerta che vanno ad aggiungersi a un basso tasso d'inflazione iniziale (e desiderabile). Tuttavia, in presenza di altre condizioni possono emergere alcuni problemi. Uno di questi potrebbe provenire dalla forte resistenza a ridurre i salari nominali. In effetti, se il calo dei prezzi è maggiore dei guadagni di produttività, vi è il rischio di un aumento dei costi unitari del lavoro e, conseguentemente, di possibili ricadute sull'occupazione. Un secondo problema deriva dalla soglia zero dei tassi d'interesse nominali, che potrebbe innescare una pericolosa dinamica in cui i tassi reali attesi crescono con l'aumentare della deflazione. Infine, la discesa dell'inflazione al di sotto del livello previsto in sede di stipula dei contratti di prestito tende a innalzare i costi reali per il servizio del debito. Naturalmente, quanto maggiore è il livello di indebitamento, tanto più gravoso è l'onere per il debitore. La difficoltà attuale è che sembrano esservi molti dei presupposti perché la deflazione divenga un problema. In numerosi paesi i tassi ufficiali sono già scesi a bassi livelli, lo stock di debito non è mai stato così elevato e la probabilità di tagli dei salari nominali appare remota.

Un aspetto positivo degli sviluppi recenti è stata la relativa tenuta del sistema finanziario globale, e di quello bancario in particolare. Nondimeno, sono già affiorate alcune tensioni che potrebbero acuirsi nel caso in cui l'espansione dell'economia dovesse rivelarsi inferiore al previsto. Presumibilmente, i corsi azionari sono destinati a risentirne giacché le valutazioni attuali, soprattutto negli Stati Uniti, possono essere giustificate unicamente da aspettative di un notevole rilancio dell'economia e di cospicui aumenti dei profitti. Gli effetti negativi sarebbero ancora maggiori qualora i premi al rischio dovessero aumentare in tale mutato contesto. Anche gli spread creditizi potrebbero esserne coinvolti, se si considera che essi tendono ad ampliarsi al calare delle quotazioni azionarie e che queste hanno registrato significative flessioni negli ultimi tempi. Non è infine da escludere che i prezzi degli immobili tornino a scendere, o che quelli delle abitazioni comincino quantomeno a segnare il passo. In diversi paesi questi ultimi si mantengono a livelli record, mentre in base all'esperienza storica avrebbero dovuto seguire la caduta dei corsi azionari a distanza di qualche tempo. Presi nel loro insieme, questi effetti di prezzo potrebbero ulteriormente pregiudicare i bilanci delle imprese e delle famiglie, frenandone potenzialmente la spesa.

Per quanto improbabile possa sembrare una siffatta combinazione di eventi, sarebbe senz'altro prudente che i policymaker ne considerassero le possibili conseguenze sulla solidità del sistema finanziario. In alcuni paesi la quota dei prestiti ipotecari è andata costantemente crescendo, e ciò è indicativo di una sempre maggiore vulnerabilità a un calo dei prezzi. Ulteriori svalutazioni delle attività finanziarie si rivelerebbero particolarmente problematiche per le istituzioni tedesche e giapponesi, entrambe impegnate a risollevare gli utili operativi. Ma anche le banche dei paesi emergenti, molte delle quali hanno minore esperienza di eventi del genere in un contesto liberalizzato, avrebbero ben poco da guadagnare da una nuova fase di debolezza dell'economia. In Asia le banche sono prevalentemente controllate da soggetti residenti, e in molti casi non è stato ancora risolto il problema delle sofferenze ereditato dalle crisi passate. In America latina e nell'Europa orientale, dove è più diffusa la partecipazione estera al capitale bancario, sussiste il rischio che il ripiegamento dei paesi industriali possa intaccare la disponibilità di credito in altri paesi.

Un ulteriore calo dei prezzi delle attività finanziarie potrebbe creare problemi anche ai settori assicurativo e dei fondi pensione, già duramente colpiti. I dubbi sulla capacità di questi operatori di onorare gli impegni pregressi potrebbero facilmente minare la fiducia dei consumatori e la propensione al risparmio. Le società di assicurazione e riassicurazione risultano inoltre esposte a rischi di credito, per un ammontare ancora imprecisato, sotto forma di strumenti per il trasferimento del rischio. Nel caso in cui esse, per ragioni prudenziali, decidessero di ridurre queste posizioni, ciò potrebbe indebolire l'operatività di tale segmento e, presumibilmente, la stessa disponibilità dei prestatori originari a erogare credito.

Per i fondi pensione le implicazioni di ulteriori perdite sarebbero alquanto diverse. Per ciò che concerne gli schemi a prestazione definita, le perdite rappresentano anzitutto una "ipoteca" sugli utili della casa madre: questa

potrebbe al limite incorrere in un declassamento, o – in caso di perdite particolarmente ingenti – persino in una procedura fallimentare. E giacché minori profitti comportano minori prezzi azionari, un simile esito rischia di ripercuotersi su altri fondi pensione, con un meccanismo analogo a quello delle partecipazioni dirette incrociate. Questi problemi interesserebbero soltanto pochi operatori affermati, ma fra questi vi sono sicuramente alcune delle società più rinomate a livello mondiale.

Rispetto ai timori associati a un ulteriore rallentamento economico, altre vulnerabilità di natura finanziaria appaiono in prospettiva meno preoccupanti. Alcune di queste, su cui ha fissato l'attenzione il Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali, attengono al rischio operativo nel sistema finanziario. La sempre maggiore complessità, anche di ordine giuridico, e la crescente "dipendenza tecnologica" dei sistemi, specie di quelli per l'attenuazione del rischio, aumentano chiaramente le probabilità di disfunzioni. In aggiunta, poiché al termine di un periodo di forte espansione tutti i nodi – comportamenti illeciti o, nella migliore delle ipotesi, discutibili – vengono al pettine, aumentano anche i rischi di controversie e gli eventuali oneri per una loro composizione. Una seconda serie di problemi riguarda l'accentuata volatilità dei mercati finanziari, nonché la possibilità che alcune istituzioni non dispongano dei mezzi sufficienti per farvi fronte. Un esempio concreto potrebbe essere un repentino balzo dei tassi d'interesse a lungo termine, e i connessi effetti sulle istituzioni che raccolgono fondi a breve per impiegarli a lunga scadenza. Un terzo insieme di problemi, infine, concerne la tendenza al consolidamento osservata di recente su alcuni mercati finanziari. Giacché le grandi imprese operano sempre più tra loro, le difficoltà incontrate da una potrebbero propagarsi ad altre con estrema rapidità. Inoltre, gli intermediari maggiori possono agire sui mercati con modalità in grado di influire sul costo e sulla disponibilità delle necessarie coperture. In tal modo, gli shock specifici potrebbero plausibilmente divenire sistemici.

La stabilità mostrata finora dal sistema finanziario è stata comunemente ascritta al suo maggiore orientamento al mercato. Negli Stati Uniti in particolare, la quota del credito totale fornito dalle banche è diminuita drasticamente. I mercati sono oggi più completi, nel senso che offrono ai prenditori canali di finanziamento sempre più numerosi. Per la stessa ragione, i mercati appaiono anche più robusti. Le perdite vengono ripartite in misura maggiore fra i vari comparti grazie, ultimamente, al crescente utilizzo degli strumenti per il trasferimento del rischio di credito. Il fatto stesso che gli shock siano condivisi da diversi mercati collegati ne potrebbe facilitare l'assorbimento. Per gli utenti è ora più semplice ed economico reperire e analizzare informazioni in termini di valore; probabilmente, ciò riduce il rischio di controparte e contribuisce ad assicurare il funzionamento dei mercati anche in situazioni di tensione.

Nondimeno, sarebbe semplicistico sostenere che questo sistema sia esente da imperfezioni. La molteplicità di canali per l'erogazione del credito può facilmente indurre i mutuatari a dilatare eccessivamente la propria esposizione, specie se i prestatori non operano con la dovuta diligenza, nella convinzione che anche i crediti di bassa qualità possano essere trasferiti – per il tramite del mercato – ad altri operatori. La resilienza del sistema, che

dovrebbe derivare da meccanismi per il trasferimento del rischio, in particolare al di fuori del sistema bancario, dipende dalla possibilità che i rischi vengano frazionati in modo più capillare e convogliati verso i soggetti che sono meglio in grado di sostenerli. Di fatto, i riscontri a favore dell'una o dell'altra ipotesi sono assai scarsi. Mercati interconnessi possono da un lato arginare gli shock e, dall'altro, esporre settori già in difficoltà a nuove pressioni tali da spingerli a un passo dall'insolvenza. Infine, è costoso produrre informazioni di buona qualità riguardo al valore degli attivi. Se mercati efficienti impediscono ai fornitori di dati di realizzare profitti, la qualità delle informazioni raccolte rischia di deteriorarsi e di creare distorsioni nei prezzi di mercato e nell'allocazione delle risorse. È quel che si è verificato in pratica nell'ultimo scorcio degli anni novanta. In definitiva, i risultati relativamente soddisfacenti ottenuti fino ad oggi dovrebbero indurci a non abbassare la guardia nel perseguimento della stabilità finanziaria e, quindi, della stessa stabilità monetaria.

Politiche per conseguire la stabilità monetaria e finanziaria

In retrospettiva, lo scorso decennio presenta un aspetto paradossale. Le politiche volte a conseguire la stabilità monetaria – intesa come basso livello di inflazione – paiono aver prodotto nella maggioranza dei paesi industriali e in buona parte di quelli asiatici risultati molto apprezzabili. Anche in America latina, in Africa e nell'Europa centro-orientale l'inflazione effettiva ha registrato una netta flessione. Sembra inoltre che la crescita del prodotto sia divenuta meno variabile in molte regioni, in linea con quanto auspicato dai sostenitori della bassa inflazione. Nel contempo, però, l'incidenza delle perturbazioni finanziarie e di crisi vere e proprie risulta aumentata. Diversi paesi hanno evidentemente risentito di un ottimismo e di un'espansione del credito eccessivi, di aumenti vertiginosi dei prezzi delle attività e della spesa, di problemi di bilancio riversatisi poi sul sistema finanziario. La stabilità dei prezzi, nonostante i suoi indiscutibili meriti, non è stata chiaramente sufficiente a scongiurare l'instabilità finanziaria. La possibilità di una deflazione, con tutti i suoi potenziali effetti avversi, corrobora questa conclusione.

È importante individuare le cause della crescente instabilità finanziaria degli ultimi anni. Una possibile spiegazione è che questa sia semplicemente una conseguenza indiretta della deregolamentazione e della liberalizzazione di molti sistemi finanziari nazionali. Una considerazione pessimistica indurrebbe a ritenere che i sistemi prodotti da queste riforme, benché più efficienti in assoluto da un punto di vista allocativo, tendano con il tempo a essere maggiormente prociclici e vulnerabili alle crisi. Da una prospettiva più ottimistica, la recente elevata incidenza delle crisi finanziarie potrebbe essere non tanto un fenomeno connaturato nel sistema finanziario liberalizzato, quanto un transitorio effetto collaterale dello stesso processo di deregolamentazione. Anche il fatto che l'economia mondiale sia passata da un contesto di alta inflazione a uno di bassa inflazione potrebbe aver contribuito ad aumentare la probabilità di crisi. Al calare dell'inflazione, possono essersi sviluppate aspettative di una crescita più stabile e di una minore variabilità dei flussi

attesi di reddito, che potrebbero a loro volta aver ridotto i premi di rischio sugli investimenti. Nel contempo, poiché i tassi nominali e reali sono nettamente diminuiti, gli operatori possono averli reputati non adeguati, e aver fatto ricorso a strategie di investimento più aggressive. Il tempo, l'esperienza e il protrarsi di una bassa inflazione dovrebbero far sì che queste intemperanze del settore privato si attenuino, accrescendo al tempo stesso la capacità del settore pubblico di mitigarle.

Indipendentemente dal fatto che i problemi di instabilità finanziaria siano ritenuti elementi duraturi, o solo temporanei, del panorama economico, il modo in cui ridurne la probabilità e i costi continua a rivestire una particolare importanza. Una possibilità ampiamente dibattuta è l'impiego della politica monetaria in funzione preventiva al fine di moderare i cicli del credito. Inasprire le condizioni monetarie, in presenza di un'inflazione dei prezzi al consumo inizialmente sotto controllo, implica con tutta probabilità uno scostamento per difetto dagli obiettivi a breve termine in termini di IPC. Tuttavia, una simile strategia preventiva da parte delle autorità monetarie potrebbe trovare giustificazione come mezzo per ridurre il rischio di un livello dei prezzi ancor più basso in seguito, man mano che gli squilibri finanziari vengono corretti; vista in quest'ottica, essa potrebbe persino rappresentare il male minore in un contesto di inflation targeting. Restano purtroppo aperte altre questioni. Un aumento dei tassi d'interesse in grado di bilanciare attese oltremodo euforiche in alcuni settori dell'economia potrebbe avere effetti devastanti su altri. Sarebbe inoltre difficile convincere l'opinione pubblica della necessità di una siffatta misura. In tale contesto, sarebbe utilissimo poter disporre di indicatori più affidabili delle crisi prospettiche, sia per decidere le opportune manovre sia per giustificarne l'utilizzo in funzione preventiva di fronte alla collettività.

Un'ulteriore opzione potrebbe essere quella di fare maggiore affidamento sull'assetto prudenziale, al duplice scopo di ridurre al minimo gli eccessi e – aspetto più importante – di assicurare l'ordinato funzionamento del sistema finanziario anche dopo lo scoppio di una bolla del credito o dei prezzi delle attività. Se il danno per l'economia origina essenzialmente dalle ripercussioni dei crediti insoluti sul sistema finanziario, i vantaggi dell'approccio prudenziale sono ovvi. L'applicazione del Nuovo Accordo di Basilea, e della connessa cultura di una migliore gestione del rischio, rappresenterebbe un passo importante nella giusta direzione. Ancor più in prospettiva, benefici potrebbero derivare anche da modifiche al sistema degli accantonamenti o ad altre procedure volte a promuovere l'accumulazione di capitale durante i periodi di alta congiuntura. Anche in questo caso, tuttavia, tale approccio presenta alcuni limiti intrinseci. È più facile ridurre gli eccessi presso le istituzioni soggette al controllo dell'autorità di vigilanza che non quelli del credito erogato attraverso i mercati finanziari, ma è quest'ultima la fonte di raccolta che assume sempre maggiore preminenza. In aggiunta, le informazioni sulle modalità di frazionamento del rischio di credito all'interno del sistema finanziario sono ancora assai carenti. In ogni caso, gli organi di regolamentazione finanziaria dovranno essere incoraggiati a concentrare l'attenzione meno sulla tutela dei consumatori e più sui rischi a livello di

sistema e sui possibili modi di ridurli. Occorrerà inoltre riconoscere più esplicitamente l'esigenza di una maggiore interazione formalizzata fra banche centrali e organi di regolamentazione in quest'area di comune interesse.

È comunque indiscutibile la necessità di potenziare ulteriormente il sostegno istituzionale del sistema finanziario. Alcuni rapporti pubblicati di recente contengono suggerimenti che meritano un'attenta considerazione. I rischi residuali nel regolamento transfrontaliero delle transazioni in titoli sono stati oggetto di un dettagliato studio del Gruppo dei Trenta, mentre si attende ancora l'applicazione del recente accordo per muovere verso un insieme uniforme di criteri contabili internazionali. Occorre istituire a livello nazionale organi di sorveglianza delle società di revisione, che operino nel quadro di principi concordati in sede internazionale. Andrebbero infine individuati e affrontati i conflitti di interesse nelle strutture di governance delle imprese in generale, e di quelle finanziarie in particolare. Se la fiducia nell'integrità del sistema capitalistico è fondamentale per il suo corretto funzionamento, diviene allora importante punire coloro che trasgrediscono le regole e assicurare visibilità a questi provvedimenti sanzionatori. Alla luce dei gravi eccessi emersi negli ultimi anni, gli sforzi compiuti sinora non sembrano sufficienti per ristabilire la fiducia nel sistema.

Le considerazioni fin qui esposte attengono principalmente all'azione preventiva per arginare l'accumularsi di squilibri economici e finanziari, e preservare quindi la stabilità monetaria e finanziaria. Nelle attuali circostanze, peraltro, è anche opportuno chiedersi come la politica economica possa essere utilizzata al meglio per rispondere a questi eccessi, spostando di fatto il punto focale dalla prevenzione alla terapia. In questo spirito, e vista in particolare l'esperienza giapponese, appare inoltre utile esaminare le alternative che si prospettano alle autorità nel caso di una deflazione conclamata. In una simile situazione, alcuni strumenti potrebbero perdere la loro efficacia a vantaggio di altri. Si pongono in primo piano anche questioni di complementarità e di combinazione delle politiche.

Al termine di una fase di forte espansione, le autorità monetarie che si concentrano principalmente sull'obiettivo della stabilità dei prezzi possono trovarsi di fronte a un dilemma. Nel momento in cui constatano che gli squilibri accumulati stanno producendo i loro effetti, o minacciano di produrli, esse reputeranno opportuno allentare drasticamente la politica monetaria per premunirsi contro una possibile discesa dell'inflazione al di sotto del valore obiettivo. L'atteggiamento della Federal Reserve negli ultimi due anni sembra rispecchiare questo timore. Qualora nell'immediato la stessa stabilità finanziaria rappresenti una preoccupazione, questa tendenza all'allentamento sarà ulteriormente accentuata, come sembra essere accaduto in Giappone. Si perviene alla stessa conclusione nel caso in cui i canali di trasmissione di un orientamento monetario meno restrittivo appaiano in certa misura compromessi. Ad esempio, nel 2001 e per buona parte del 2002 il sensibile calo dei tassi ufficiali negli Stati Uniti ha coinciso con più elevati rendimenti sulle obbligazioni private, minori prezzi azionari e ulteriori apprezzamenti del dollaro, rendendo tanto più legittimo il brusco allentamento operato dalla Federal Reserve.

Il dilemma si pone solo se la manovra distensiva minaccia di acuire ulteriormente gli squilibri, indipendentemente dal fatto che questi siano presenti da tempo sui mercati o siano invece di origine recente. Nel periodo in esame il problema dei vecchi squilibri ha interessato la Banca d'Inghilterra e alcune altre banche centrali. Anche se molti indicatori sembravano sollecitare una riduzione dei tassi ufficiali, i timori di altri rincari dei prezzi degli immobili residenziali premevano in direzione opposta. Il problema dei nuovi squilibri ha riguardato forse di più gli Stati Uniti, dove l'allentamento delle condizioni monetarie – sulla scia della crisi di LTCM prima e del crollo dei corsi azionari poi – potrebbe aver concorso a ulteriori incrementi nei prezzi delle abitazioni. Sebbene il connesso aumento della spesa fosse chiaramente auspicabile, vista la posizione ciclica dell'economia americana, non è da escludere l'eventualità ultima di fasi di debolezza più acute a causa dell'accumulo di debito incoraggiato nel frattempo.

Alla luce della recente esperienza del Giappone, sembra anche opportuno chiedersi come la domanda possa essere stimolata dalla politica monetaria in un contesto in cui i tassi ufficiali incontrano il vincolo della "zero lower bound". In questo caso, per espandere la liquidità potrebbero essere necessarie misure non convenzionali. La banca centrale potrebbe decidere di ampliare la gamma degli strumenti che è disposta ad acquistare: attività finanziarie, in primo luogo, ma anche – all'occorrenza – attività reali. Tuttavia, ciò solleva alcune questioni delicate, non ultime quelle concernenti la cooperazione fra i diversi organi competenti e l'indipendenza della banca centrale.

Normalmente, la banca centrale prenderebbe anzitutto in considerazione acquisti massicci di titoli di Stato a medio e a lungo termine. Nella misura in cui i tassi a lunga scadenza diminuiscono, questa strategia è in grado di fornire un salutare impulso all'economia. Nel caso contrario, però, la banca centrale potrebbe trovarsi esposta a pesanti perdite e, di conseguenza, essere costretta a ricapitalizzarsi a spese del bilancio statale. L'acquisizione di attività interne non tradizionali potrebbe porre problemi analoghi, giacché implica un assorbimento di rischio del settore privato da parte della banca centrale e, ancora una volta, la possibilità di incorrere in perdite. Di più, se per ribaltare le aspettative di futuri movimenti dei prezzi dovessero rendersi necessari acquisti per importi assai elevati, anche le perdite potenziali potrebbero essere ingenti.

I possibili problemi di interazione fra organi nazionali non dovrebbero costituire un vincolo per la politica economica. In linea teorica, l'esecutivo stabilirebbe la misura del rischio che è disposto ad assumere, e quindi verrebbe deciso il modo in cui ripartire tale rischio fra governo e banca centrale. Il timore che l'autonomia della banca centrale possa essere limitata sul piano politico, e che tale rimanga anche quando la situazione si è normalizzata, potrebbe essere mitigato dalla formale introduzione di schemi di inflation targeting. Peraltro, questi sarebbero finalizzati non tanto a combattere la deflazione, quanto piuttosto ad assicurare il controllo dell'inflazione una volta che gli strumenti non convenzionali di espansione della base monetaria avranno cominciato a produrre i loro effetti.

Un altro problema, in questo caso di natura intergovernativa, potrebbe derivare dalla decisione della banca centrale o del governo di espandere la

liquidità sull'interno acquistando valuta estera sui mercati dei cambi. Manovre di questo tipo possono essere interpretate alla stregua di un "deprezzamento amministrato", come suggerito talvolta per lo yen. Oppure potrebbero essere un mezzo con cui contrastare un apprezzamento, come taluni ipotizzano ora per l'euro. In entrambi i casi, altri governi potrebbero non gradire l'impatto di queste decisioni sulle rispettive divise. Chiaramente, sarebbe auspicabile un certo dialogo per evitare il rischio di svalutazioni competitive o, al limite, di un ritorno al protezionismo. Nel caso dell'area dell'euro, dove i tassi ufficiali si collocano tuttora ben al di sopra dello zero, la risposta a un apprezzamento troppo disinflazionistico della moneta andrebbe ricercata forse più in un minor livello dei tassi d'interesse che non negli interventi sui mercati valutari.

Il richiamo all'esigenza di una maggiore cooperazione fra autorità monetarie e fiscali, allorché l'efficacia della politica monetaria è limitata, pone direttamente l'accento sulla politica di bilancio. Un orientamento fiscale espansivo può rivelarsi utile – sempreché il grado di apertura dell'economia non sia eccessivo –, ma la sua opportunità dovrebbe dipendere dai livelli iniziali di debito e di imposizione, piuttosto che dall'entità del disavanzo pubblico. In questa prospettiva, il margine di manovra per le politiche di bilancio in Europa varia da un paese all'altro, e alcuni governi stanno pagando un duro prezzo per non aver inasprito adeguatamente le loro politiche quando il momento era favorevole. In Giappone i problemi del crescente debito pubblico sono ancor più seri. Negli Stati Uniti e in alcuni paesi dell'Asia le possibilità di allentare la politica di bilancio appaiono maggiori, anche se gli effetti di stimolo potrebbero essere amplificati inquadrando le misure espansive in una credibile cornice di medio periodo che ne assicuri la sostenibilità nel tempo. Le recenti modifiche della legislazione tributaria statunitense non sono state di ausilio a questo riguardo.

Ugualmente importanti sono i modi prescelti dal governo per imprimere slancio all'economia. Ad esempio, dispendiosi programmi di spesa – cattedrali nel deserto – non sembrano destinati, al contrario di quelli con una redditività sociale positiva, a infondere fiducia e a sospingere i consumi. Vi è infine un'ulteriore discriminante che può assumere un'importanza cruciale, e si tratta delle modalità di finanziamento del disavanzo. Un aumento della liquidità "a pioggia", come talvolta raccomandano gli accademici, equivale in sostanza a uno stimolo fiscale finanziato con acquisti di passività governative da parte della banca centrale. Ancora una volta, la cooperazione fra gli organi competenti svolge un ruolo centrale per la buona riuscita delle politiche.

Sebbene il grado di cooperazione mostrato sinora dalle autorità nipponiche non abbia raggiunto vette di eccellenza, non si può negare il massiccio impulso impartito sui versanti monetario e fiscale. Il fatto che il Giappone non sia riuscito a generare una crescita in grado di autosostenersi mette in luce un'ulteriore complicazione che influisce sull'andamento dell'economia dopo una fase di forte espansione. Questa complicazione potrebbe essere meglio connotata come un problema dal lato dell'offerta, benché si manifesti come una debolezza della domanda. In particolare, visti gli elevati livelli di capacità inutilizzata e il connesso pesante indebitamento, le aspettative sui profitti potrebbero non riuscire a risalire la china per molti anni a venire. In tale

contesto, gli investimenti non possono riprendersi. Per rimediare alla situazione occorre subito individuare le imprese il cui debito sarebbe insostenibile pure in circostanze normali. In alcuni casi, ciò potrebbe condurre a fallimenti e a dismissioni di capacità produttiva, in altri semplicemente ad accordi di cancellazione del debito da parte dei creditori. Tuttavia, poiché la ripresa economica necessita anche di un sistema finanziario disposto a erogare nuovi crediti, nel caso giapponese il riconoscimento delle perdite sui prestiti concessi alle società avrebbe dovuto essere accompagnato dalla ricapitalizzazione delle banche e delle istituzioni finanziarie, nonché da misure volte a garantirne la redditività futura. Volgendo lo sguardo agli Stati Uniti, e in particolare alla capacità di adattamento delle imprese e alla tenuta del settore finanziario, conforta non poco il fatto che essi siano scampati alle difficoltà incontrate dal Giappone.

È sempre politicamente difficile porre in atto riforme strutturali, siano esse di carattere economico o finanziario. Ed è questa una triste constatazione, poiché quanto più l'economia è flessibile, tanto maggiore è il suo ritmo di crescita, minore il tasso di disoccupazione, migliore l'adattamento agli shock. Se i paesi dell'Europa continentale si rendessero conto di tali effetti positivi, essi potrebbero godere del vantaggio ulteriore di un'accresciuta capacità di assorbimento. Ciò compenserebbe l'esigenza inversa cui dovranno probabilmente far fronte gli Stati Uniti in un prossimo futuro al fine di risolvere gli incombenti problemi dei disavanzi esterni e di inadeguati saggi di risparmio delle famiglie. Sarebbero parimenti utili ulteriori iniziative per promuovere un rafforzamento della domanda interna nelle economie asiatiche. L'onere della correzione degli squilibri internazionali dovrebbe giustamente ricadere in misura maggiore sull'insieme dei paesi creditori allorché i timori di una deflazione prevalgono su quelli di un ritorno a un contesto inflazionistico. Governi asiatici ed europei hanno di recente rilasciato dichiarazioni dalle quali traspare chiaramente la piena consapevolezza dei vantaggi delle riforme strutturali. Essi stanno tuttavia incontrando una fiera opposizione da parte di coloro che sono incapaci di discernere il comune interesse o di quanti vedono fin troppo distintamente le perdite in cui rischiano di incorrere in prima persona. Ciò che serve al momento è, anzitutto, il coraggio politico di condurre a termine le necessarie riforme.

Attività della Banca

Questa sezione passa in rassegna le attività svolte lo scorso anno dalla Banca e dai gruppi internazionali che essa ospita. Tali attività mirano a promuovere la cooperazione fra banche centrali e altre autorità finanziarie e a fornire servizi finanziari alle banche centrali clienti. La sezione presenta inoltre un quadro d'insieme degli sviluppi di rilievo nell'organizzazione e gestione interna della Banca. I documenti qui menzionati, così come gran parte del lavoro di ricerca prodotto dalla Banca, sono disponibili sul sito Internet della BRI (www.bis.org) o, a richiesta, in versione cartacea. Informazioni dettagliate sull'attività dei principali comitati permanenti ospitati dalla BRI sono parimenti disponibili sul sito Internet della Banca.

1. Promozione della cooperazione internazionale: contributi diretti della BRI

Consultazioni periodiche su questioni monetarie e finanziarie

Le riunioni bimestrali dei Governatori delle banche centrali azioniste della BRI sono espressione fondamentale del contributo fornito dalla Banca alla cooperazione finanziaria internazionale. Nel periodo sotto rassegna queste riunioni hanno fornito ancora una volta ai Governatori e agli alti funzionari di banche centrali l'opportunità di scambiare opinioni sugli sviluppi congiunturali e su tematiche di particolare interesse o rilevanza. La riunione bimestrale del novembre 2002 è stata ospitata dalla Banca del Messico a Città del Messico.

In occasione delle riunioni bimestrali vengono organizzati vari incontri, ciascuno con un diverso gruppo di partecipanti. Il *Global Economy Meeting* riunisce i Governatori delle banche centrali dei principali paesi industriali ed emergenti per un dibattito sugli sviluppi recenti e sulle prospettive delle economie e dei mercati finanziari maggiori. Nell'anno in esame i Governatori hanno cercato di valutare la solidità dell'economia mondiale a fronte di un contesto particolarmente insicuro. Le incertezze riguardavano in buona parte l'impatto della protratta discesa dei corsi azionari, la sostenibilità del debito di alcuni importanti paesi latino-americani, la deflazione in diverse economie asiatiche, possibili difficoltà in taluni comparti del settore finanziario e, con il procedere dell'anno, tensioni geopolitiche incentrate sull'Iraq.

Nel corso delle *riunioni dei Governatori dei paesi del G10* sono stati approfonditi aspetti specifici della situazione congiunturale, spesso nell'ottica delle possibili risposte sul piano delle politiche a un forte indebolimento dell'economia mondiale. I Governatori del G10 sono stati inoltre aggiornati sui temi discussi dai comitati referenti e hanno approvato la pubblicazione definitiva o a scopo di consultazione di vari rapporti predisposti dai comitati

stessi (si veda oltre). Nel marzo 2003 i Governatori si sono incontrati con i responsabili degli organi di vigilanza (diversi dalle banche centrali) dei paesi del G10 per esaminare i progressi compiuti nella stesura del Nuovo Accordo di Basilea sul capitale (si veda oltre) e per uno scambio di vedute sulla sua futura introduzione.

All'esame approfondito di una materia di particolare rilevanza per le banche centrali è dedicata una riunione specifica, alla quale sono invitati tutti i Governatori delle banche centrali che partecipano agli incontri bimestrali. Nel periodo sotto rassegna questi *All Governors' Meetings* hanno trattato un'ampia gamma di temi sulla stabilità monetaria e finanziaria, tra cui: le implicazioni dei cambiamenti demografici sul piano macroeconomico e finanziario; gli aspetti di contabilità riguardanti il settore finanziario; le crisi di fiducia e la sostenibilità del debito; il problema della deflazione; l'approccio delle banche centrali in tema di comunicazione con il pubblico.

La Banca ha continuato a organizzare riunioni ad alto livello tra Governatori delle banche centrali ed esponenti dell'industria finanziaria. Nel periodo in esame si sono svolti tre convegni di questo tipo; essi hanno dato luogo a un proficuo scambio di opinioni sull'interazione tra sviluppi nel settore finanziario e situazione congiunturale, nonché sul modo di affrontare le debolezze effettive o potenziali nell'attuale infrastruttura dei mercati finanziari.

Al di fuori della cornice degli incontri bimestrali, nell'arco dell'anno è stata organizzata una serie di riunioni su temi di interesse specifico per le banche centrali, in alcuni casi con la partecipazione di un ampio novero di esperti finanziari dei settori pubblico e privato.

Tra questi eventi figurano le tradizionali riunioni di primavera e autunno degli economisti delle banche centrali. Lo *Spring Economists' Meeting* si è concentrato su importanti questioni relative alla situazione congiunturale e alle prospettive del momento. L'*Autumn Meeting of Research Economists* ha esaminato le nuove sfide per le banche centrali, come il generale contesto di inflazione bassa e stabile, le trasformazioni dal lato dell'offerta, i mercati finanziari liberalizzati e i cicli amplificati dei prezzi delle attività e del credito.

Sono state inoltre organizzate varie riunioni ad hoc presso la sede centrale della Banca e la sua Rappresentanza asiatica (si veda oltre). Gli aspetti sia economici sia legali di aree valutarie regionali e l'impiego di valute estere sono stati analizzati, nel settembre 2002, da un gruppo di banche centrali che già operano con tale regime o sono in procinto di adottarlo. Funzionari di banca centrale ed esperti del mondo accademico hanno vagliato i legami che intercorrono tra stabilità monetaria, stabilità finanziaria e ciclo economico nel corso di una conferenza svoltasi nel marzo 2003. La BRI ha inoltre organizzato insieme all'Università Bocconi di Milano, nel quadro delle celebrazioni per il suo centenario, una conferenza su rischio e stabilità nel sistema finanziario. La conferenza, che ha riunito ricercatori delle banche centrali e di ambienti universitari, ha analizzato il ruolo dei mercati, degli amministratori societari e degli organi di regolamentazione nel promuovere la solidità del sistema finanziario.

Un significativo numero di convegni è stato dedicato a tematiche di particolare rilevanza per le economie emergenti. Come in anni precedenti,

sono stati organizzati seminari sulla politica monetaria regionale in Asia (Manila, Filippine, nel giugno 2002), America latina (Cartagena, Colombia, nell'ottobre 2002) ed Europa (Varsavia, Polonia, nel febbraio 2003). La *Riunione dei Sostituti dei Governatori* che si svolge ogni anno a Basilea ha preso in esame le implicazioni della politica di bilancio per l'attività di banca centrale nelle economie di mercato emergenti. Nel quadro delle cerimonie per l'inaugurazione della Rappresentanza per le Americhe della BRI (si veda oltre) è stata organizzata una tavola rotonda sulla scelta dei regimi di cambio, cui sono stati invitati i Governatori delle banche centrali latino-americane e di altre maggiori economie emergenti. Infine, i Governatori delle banche centrali di paesi dell'Africa si sono riuniti nel dicembre 2002 a Basilea per un convegno di due giorni, durante il quale sono state dibattute varie questioni di particolare rilievo per le rispettive istituzioni.

Altre aree di cooperazione tra banche centrali sotto l'egida della BRI

Governance delle banche centrali

L'obiettivo dell'attività svolta dalla BRI in materia di governo delle banche centrali è quello di raccogliere, analizzare e diffondere informazioni su aspetti istituzionali e organizzativi di interesse per le banche centrali. Queste attività fanno capo al Central Bank Governance Steering Group e sono condotte attraverso la Network on Central Bank Governance. Il Gruppo di coordinamento comprende otto Governatori provenienti da un'ampia gamma rappresentativa di banche centrali. La rete si estende attualmente a circa 40 maggiori banche centrali e autorità monetarie in tutto il mondo.

Il Gruppo fornisce suggerimenti alla Banca sul modo migliore di rispondere alle richieste di informazioni delle banche centrali in materia di governance ed esamina questioni di ricorrente interesse per i Governatori. Sulla base delle indicazioni dello Steering Group, la BRI ha dato priorità a materie che rivestono un'importanza critica per l'efficace operatività di organismi monetari indipendenti, chiamati a rendere conto del proprio operato. Durante l'anno la domanda di informazioni in quest'area ha riguardato una vasta gamma di materie. La cooperazione collegiale dei partecipanti al Governance Network nel fornire informazioni a beneficio della comunità di banche centrali si è dimostrata una volta di più uno strumento essenziale per questa attività. Essa ha consentito alla Banca di ampliare la sua base di conoscenze in materia di governo delle banche centrali, ora a disposizione di queste ultime in forma elettronica.

Cooperazione in ambito statistico

La BRI ha continuato a collaborare attivamente con banche centrali e altri organismi internazionali in vari ambiti di natura statistica. Lo scorso anno sette nuove banche centrali di paesi emergenti hanno cominciato a segnalare dati economici, monetari e finanziari su base regolare, e altre sette hanno aderito alla banca dati della BRI. Sono inoltre in corso diverse iniziative per ampliare l'ambito di copertura della banca dati, in particolare con riferimento alla stabilità finanziaria.

Le banche centrali delle maggiori piazze finanziarie hanno continuato a condividere con la BRI statistiche dettagliate sulle posizioni internazionali delle banche nelle rispettive giurisdizioni secondo criteri di bilancia dei pagamenti, nonché su base consolidata. Facendo seguito alle raccomandazioni del Comitato sul sistema finanziario globale (si veda oltre), lo scorso anno la BRI e le banche centrali dichiaranti hanno messo a punto nuove linee guida per un sistema potenziato di segnalazione delle esposizioni consolidate delle banche al rischio paese sulla base del rischio ultimo. Ciò consentirà di disporre di dati più dettagliati e completi su tipologie specifiche di esposizione al rischio paese, comprese quelle fuori bilancio a fronte di operazioni in strumenti derivati.

Sulla base delle raccomandazioni formulate dal Comitato per i mercati (si veda oltre), è stato raggiunto un accordo sulla metodologia da seguire per la prossima Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati, in programma per il 2004. Le banche centrali e la BRI hanno inoltre studiato il modo di potenziare o integrare le procedure di segnalazione nel quadro delle attuali indagini della Banca sui mercati derivati per ricomprendervi i trasferimenti del rischio di credito.

Lo scorso anno la BRI ha predisposto e pubblicato una nuova versione della *Guide to the international financial statistics*, che copre non solo le statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale e sulle operazioni in cambi, ma anche quelle sulle transazioni in titoli e in derivati. La nuova Guida contiene una valutazione della qualità delle statistiche BRI, nonché indicazioni sul loro impiego per un'analisi dei flussi di capitale e degli sviluppi sui mercati finanziari a livello globale. Ad esempio, le statistiche della Banca sull'attività bancaria e sulle operazioni in titoli rappresentano un importante contributo alle statistiche congiunte Banca mondiale-BRI-FMI-OCSE sul debito estero, compilate in base alle segnalazioni dei paesi creditori raccolte da tali organizzazioni internazionali. Poiché questi dati possono differire, in alcuni casi in misura significativa, da quelli rilevati dagli stessi paesi debitori, la BRI ha avviato uno studio per individuare le principali discrepanze tra le due serie statistiche e ha organizzato un convegno con la partecipazione di banche centrali dei mercati emergenti per esaminare la questione. Nel dicembre 2002 è stato pubblicato un rapporto che presenta i risultati del convegno e dello studio.

Nell'agosto 2002 la BRI ha ospitato la prima conferenza autonoma dell'Irving Fisher Committee on Central-Bank Statistics (IFC), sede di dibattito su questioni statistiche di interesse per le oltre 60 banche centrali partecipanti. La conferenza ha passato in rassegna le sfide specifiche che la stabilità monetaria e finanziaria comporta per l'attività statistica delle banche centrali. È stata inoltre dedicata attenzione ai rapporti di collaborazione con gli organismi di statistica nazionali e alla possibilità di migliorare l'impiego e l'utilità delle statistiche delle banche centrali (www.ifcommittee.org).

Infine, sono state prese iniziative per rafforzare la cooperazione internazionale in materia di standard elettronici per lo scambio di informazioni statistiche, in risposta alle continue richieste dei partecipanti alla banca dati. Vari progetti sono stati lanciati sotto gli auspici dell'iniziativa "Statistical Data and Metadata Exchange" (SDMX), cui la BRI collabora insieme a BCE, Eurostat, FMI, OCSE e ONU. È stata concordata una versione aggiornata del

messaggio statistico generico (Generic Statistical Message for batch exchange of Time Series – GESMES/TS), che verrà adottata da tutte le organizzazioni promotrici. Ciò si tradurrà in un notevole risparmio di costi per le banche centrali, che non dovranno più inoltrare e ricevere dati statistici in una molteplicità di formati. È inoltre in programma una dimostrazione del modo in cui le nuove tecnologie basate su Internet possono migliorare la raccolta, la compilazione e la diffusione in veste elettronica delle informazioni statistiche. Come esempio pratico di studio, verranno impiegate le statistiche congiunte Banca mondiale-BRI-FMI-OCSE sul debito estero. Diverse banche centrali contribuiscono ai vari progetti documentati sul sito web di SDMX (www.sdmx.org).

Cooperazione con gruppi di banche centrali

Oltre che attraverso le attività proprie della BRI, la cooperazione tra banche centrali si svolge in varie parti del mondo per il tramite delle esistenti associazioni di banche centrali. I gruppi regionali costituiscono un'efficace piattaforma per la diffusione di informazioni sulle attività svolte dalla BRI e per stabilire contatti con banche centrali che non partecipano direttamente a tali attività. Questa cooperazione, ove possibile per il tramite delle rappresentanze regionali della Banca, si concretizza nella partecipazione a riunioni predisposte da tali gruppi e nell'organizzazione di convegni e seminari ad hoc.

Come si dirà in seguito, l'Ufficio asiatico della BRI ha collaborato a stretto contatto con le banche centrali e le autorità monetarie dell'EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific) in varie occasioni. Diverse unità operative della BRI hanno organizzato iniziative congiunte con il gruppo SEACEN (South East Asian Central Banks), che è stato invitato alla riunione degli esperti su questioni della banca dati della BRI. Quest'ultima ha inoltre dato il suo supporto alle banche centrali del gruppo SEANZA (South East Asia, New Zealand and Australia) e ha collaborato con il Segretariato della SAARC (South Asian Association for Regional Cooperation) e le banche centrali del GCC (Gulf Cooperation Council).

La BRI ha continuato a coadiuvare le banche centrali dei principali paesi industriali nel coordinare l'assistenza tecnica e la formazione professionale per le banche centrali dei paesi del Sud-est europeo e della Comunità di Stati Indipendenti (nonché di alcune economie asiatiche in transizione). Ciò si svolge attraverso le consultazioni periodiche cui partecipano anche l'FMI e la BCE, e il mantenimento di una banca dati centralizzata cui contribuiscono le banche centrali patrocinanti e beneficiarie. La BRI ha continuato anche a fornire il suo sostegno al Joint Vienna Institute (JVI), in stretta collaborazione con l'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF) e i gruppi con sede a Basilea (si veda oltre), ospitando diversi seminari per le banche centrali delle economie in transizione su temi riguardanti la stabilità monetaria e finanziaria. Sebbene la Banca cesserà di partecipare ufficialmente al JVI nel 2004, essa continuerà a fornire il suo supporto.

Lo scorso anno i Governatori delle banche centrali del MEFMI (Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa) hanno tenuto la loro riunione annuale presso la BRI, che ha messo a

disposizione diversi esperti per le sessioni di formazione dell'Istituto. È stata anche organizzata una riunione congiunta con le banche centrali della SADC (Southern African Development Community). Inoltre, in collaborazione con la Banca di Francia, la BRI ha fornito per la prima volta assistenza nel promuovere la creazione di capacità presso il CESAG (Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion), nell'ambito di un programma patrocinato, tra l'altro, da BCEAO (Central Bank of West African States) e BEAC (Banque centrale des États de l'Afrique centrale). Infine, l'istituzione della Rappresentanza per le Americhe della BRI ha facilitato la cooperazione attiva con CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos). Diversi rappresentanti della BRI hanno curato varie presentazioni in occasione di convegni del CEMLA, e gli esperti della banca dati della BRI hanno appoggiato le iniziative del Centro volte a creare una banca dati regionale di statistiche economiche e monetarie.

Gruppo di esperti di informatica

I principali obiettivi dei partecipanti al Gruppo di esperti di informatica e al suo Working Party on Security Issues sono la condivisione di esperienze bancarie sia tecniche che organizzative, il mantenimento e lo sviluppo di contatti con altri dirigenti di servizi tecnologici delle banche centrali e l'aggiornamento sugli sviluppi nei rispettivi settori informatici.

Alla luce degli eventi dell'11 settembre 2001, lo scorso anno è stata dedicata notevole attenzione da parte di entrambi i gruppi alla pianificazione della continuità operativa e alla messa in funzione di infrastrutture informatiche alternative. La sicurezza informatica ha rappresentato un altro importante tema all'ordine del giorno. Nel corso delle riunioni è stato inoltre esaminato il modo in cui le banche centrali possono avvalersi in maniera sicura dei servizi Internet; sono state effettuate varie presentazioni che descrivono le iniziative adottate da banche centrali per disporre di infrastrutture e applicazioni ad elevato grado di sicurezza e capienza. Infine, gli esperti di informatica hanno continuato a considerare di fondamentale importanza il controllo dei costi delle tecnologie informatiche. Lo scorso anno i partecipanti hanno riferito con regolarità sulle iniziative in materia di controllo dei costi e sui relativi risultati.

Revisione interna

Nel corso degli ultimi anni i revisori di banche centrali hanno tenuto periodiche riunioni per uno scambio di vedute sulle rispettive esperienze nell'ambito della loro specializzazione e per esaminare questioni nuove e particolarmente impegnative. In tale contesto, nel maggio 2002 la Banca d'Inghilterra ha ospitato la sedicesima conferenza annuale dei capi degli ispettorati interni. I principali argomenti in discussione riguardavano il rischio operativo, gli standard dell'audit interno, la revisione delle attività esternalizzate e il governo societario. I delegati hanno inoltre passato in rassegna i principali rischi incontrati dai settori operativi delle banche di rispettiva appartenenza, nonché i problemi di controllo e le innovazioni nel campo della revisione intervenuti nell'anno precedente. Un sottogruppo sulle questioni informatiche ha preparato per la conferenza una serie di documenti su architettura dell'informazione, sicurezza in Internet, accesso remoto e computer portatili.

Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico

Beneficiando dell'esperienza maturata nei quattro anni dalla sua istituzione nel 1998, la Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico (Ufficio asiatico) ha intensificato le proprie iniziative volte a promuovere la cooperazione fra banche centrali nella regione. Nell'ambito di tali attività, l'Ufficio assicura i servizi di segretariato per il Consiglio consultivo asiatico (CCA), che costituisce un canale di comunicazione tra le banche centrali regionali e il Consiglio o la Direzione della BRI. Dal 2001 il CCA ha tenuto due riunioni l'anno. Inoltre, l'apertura della dealing room della Tesoreria regionale nell'ottobre 2000 ha consentito di accrescere il livello e la portata dei servizi bancari forniti dall'Ufficio asiatico alla regione, non solo attraverso l'attività giornaliera di negoziazione ma anche grazie all'assistenza ai gestori di riserve delle banche centrali.

Nel periodo in esame, l'Ufficio asiatico ha ospitato e patrocinato una serie di riunioni ad alto livello tenute a Hong Kong SAR e in altre località asiatiche, talvolta in collaborazione con banche centrali regionali e istituzioni collegate. La quinta Riunione speciale dei Governatori di banche centrali asiatiche si è svolta a Sydney nel febbraio 2003; i partecipanti hanno esaminato la situazione economica corrente e i flussi di capitale nell'Est asiatico. Nel settembre 2002 l'Ufficio asiatico e la State Administration of Foreign Exchange (SAFE) cinese hanno ospitato congiuntamente a Pechino un seminario sulla liberalizzazione dei movimenti di capitale cui hanno partecipato banchieri centrali ed economisti di quattro continenti. Nello stesso mese un secondo convegno sulle procedure operative di politica monetaria ha riunito addetti di banche centrali interne ed esterne alla regione per discutere dei compiti più impegnativi in quest'area e delle loro possibili soluzioni. Nel dicembre 2002 l'Ufficio ha ospitato il Forum EMEAP di esperti regionali responsabili delle politiche di cambio e dei loro omologhi di altri paesi. Infine, nel febbraio 2003 una riunione dedicata al fenomeno della deflazione nell'Est asiatico ha visto riuniti gli strateghi monetari di banche centrali interne ed esterne all'area. L'Ufficio ha fornito i servizi di segretariato a varie riunioni relative alla stabilità finanziaria.

L'Ufficio asiatico ha continuato a contribuire alla ricerca finanziaria ed economica della Banca in Asia e nel Pacifico, nonché a fornire supporto professionale in occasione di varie riunioni organizzate da gruppi di banche centrali regionali e singole banche centrali. Gli argomenti trattati comprendevano: l'integrazione dei mercati obbligazionari e bancari della regione; gli investimenti delle riserve in dollari; l'esperienza con tassi di cambio flessibili; il meccanismo di trasmissione della politica monetaria; i depositi in valuta estera presso banche interne; le società cinesi di gestione patrimoniale. Nella sfera delle vigilanza bancaria, l'Ufficio ha collaborato con banche centrali regionali e organi di regolamentazione nel patrocinare il Nuovo Accordo di Basilea sul capitale per il tramite di vari canali, come il coordinamento e l'analisi della partecipazione regionale al terzo studio d'impatto quantitativo.

Rappresentanza per le Americhe

Nel giugno 2002 è entrato in vigore l'Accordo di sede tra la BRI e il governo del Messico. Ciò ha consentito alla Banca di aprire la Rappresentanza per le

Americhe (Ufficio per le Americhe) a Città del Messico. La Rappresentanza è stata ufficialmente inaugurata nel novembre 2002 alla presenza di Governatori ed esponenti di circa 50 banche centrali. Essa coordinerà le operazioni della BRI nelle Americhe, con l'obiettivo di intensificare i contatti e la cooperazione con le banche centrali e le autorità monetarie della regione. Inoltre, l'Ufficio contribuirà ai servizi bancari forniti dalla BRI a istituzioni con sede nell'area, promuoverà lo scambio di informazioni e faciliterà l'organizzazione di riunioni e seminari.

Nel perseguimento di questi obiettivi, l'Ufficio collabora con autorità monetarie e organismi di vigilanza regionali, in particolare con il CEMLA. Esso ha contribuito alla ricerca finanziaria ed economica della Banca nell'America latina e nei Caraibi e ha offerto assistenza professionale in occasione di vari eventi organizzati da gruppi bancari regionali, singole banche centrali e ISF.

Istituto per la stabilità finanziaria

L'ISF assiste gli organi di vigilanza del settore finanziario a livello mondiale nell'applicazione di sani criteri prudenziali. La sua attività si concentra su questioni inerenti al sistema bancario e assicurativo. Affinché le autorità di vigilanza del settore finanziario siano in grado di tenere il passo con le innovazioni finanziarie, con il graduale spostamento verso sistemi di vigilanza incentrati sul rischio e con requisiti patrimoniali sempre più complessi, sono necessarie informazioni aggiornate e di alta qualità. L'ISF soddisfa tale esigenza attraverso un intenso programma di diffusione di standard e prassi ottimali, nonché di assistenza su una vasta gamma di questioni regolamentari. In particolare, l'Istituto progetta e allestisce vari seminari – mirati e specialistici – e convegni regionali per organi di vigilanza in tutto il mondo. Questi eventi servono anche a promuovere i contatti e la cooperazione internazionale in materia di vigilanza.

Durante lo scorso anno l'ISF ha organizzato complessivamente 49 eventi, di cui 27 seminari e 22 simposi in collaborazione con gruppi regionali di autorità di vigilanza. Queste riunioni hanno avuto per oggetto varie tematiche preventivamente concordate con le autorità di numerosi paesi. Gli argomenti trattati comprendevano: la gestione dei rischi di credito, di mercato, operativo e di altra natura; la supervisione finalizzata al rischio; il governo societario; la vigilanza consolidata; la risoluzione di situazioni bancarie critiche; questioni di contabilità e di audit; iniziative per combattere il riciclaggio di denaro di provenienza illecita. Un compito al quale l'ISF ha continuato ad attribuire particolare importanza è quello di fornire ai responsabili della vigilanza di tutto il mondo maggiori chiarimenti in merito alla proposta revisione dell'Accordo di Basilea sul capitale. Tale impegno verrà mantenuto durante la fase di introduzione del Nuovo Accordo. Alle iniziative dell'Istituto hanno partecipato lo scorso anno oltre 1 600 rappresentanti di banche centrali e di organismi di vigilanza bancaria e assicurativa di tutto il mondo.

La cooperazione con altre istituzioni che offrono programmi di assistenza agli organi di vigilanza rappresenta una parte importante del lavoro dell'ISF. È pertanto proseguita la collaborazione dell'Istituto con organizzazioni quali

la Banca mondiale, l'FMI, il Toronto International Leadership Centre e le banche regionali di sviluppo. L'Istituto ha inoltre coadiuvato la BRI nel suo impegno con il Joint Vienna Institute. Oltre alle presentazioni curate in occasione di varie iniziative dell'ISF, il personale dell'Istituto ha effettuato interventi su un'ampia gamma di tematiche in varie conferenze e riunioni esterne.

Al fine di rendere edotti gli alti funzionari di vigilanza su sviluppi e questioni centrali nell'ambito della sorveglianza sul settore finanziario, l'Istituto pubblica un bollettino trimestrale, *FSI World*. Nel 2002 l'ISF ha anche assegnato il primo premio biennale alla ricerca condotta su questioni attinenti alla vigilanza bancaria.

Un nuovo importante progetto avviato lo scorso anno è il programma telematico di formazione per gli addetti alla supervisione finanziaria, i quali potranno disporre su Internet di corsi su una vasta gamma di materie di loro interesse. Si tratta di uno strumento utile per tutti i livelli professionali: da quelli direttivi, che hanno bisogno di tenersi aggiornati su aspetti di vigilanza in continua evoluzione, agli esperti tecnici, i quali devono disporre delle informazioni più recenti sullo stato delle cose, fino ai quadri più giovani, che avranno l'opportunità di acquisire nozioni su elementi essenziali delle corrette prassi di vigilanza. Si prevede che i corsi iniziali saranno disponibili nella prima metà del 2004 e copriranno vari aspetti connessi con la gestione dei rischi, nonché il progettato Nuovo Accordo di Basilea sul capitale. Il nuovo programma è considerato un'importante integrazione delle esistenti attività dell'ISF, che consentirà a quest'ultimo di raggiungere una più vasta platea di supervisori del settore finanziario in tutto il mondo.

2. Promozione della stabilità finanziaria ad opera dei comitati permanenti

Diversi comitati permanenti hanno il loro segretariato presso la BRI. Essi erano stati istituiti negli ultimi quarant'anni – su richiesta dei Governatori delle banche centrali del G10 – per studiare gli aspetti basilari del funzionamento dei mercati finanziari internazionali e delle istituzioni che vi operano. I comitati sono presieduti da alti funzionari di banche centrali membri e si compongono di esperti di banche centrali e, nel caso del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, di rappresentanti degli organi di vigilanza esterni alle banche centrali. Sebbene i membri provengano principalmente – ma non esclusivamente – dai paesi del G10, sempre più spesso vengono intraprese iniziative specifiche per condividere le esperienze con quanti non partecipano direttamente al lavoro dei vari comitati, invitandoli a fornire il loro contributo.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Nel corso dell'anno passato il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha proseguito l'opera di rafforzamento del sistema finanziario internazionale, promuovendo l'adozione di norme di vigilanza prudenziale e di prassi bancarie corrette per la gestione del rischio. L'iniziativa più importante e di più alto profilo del Comitato durante questo periodo è stata l'elaborazione di un nuovo

schema per la valutazione dell'adeguatezza patrimoniale delle banche. Inoltre, il Comitato ha preso attivamente parte ai lavori della comunità internazionale per rimediare alle debolezze nelle fondamenta del mercato, ha pubblicato linee guida finalizzate alla gestione dei principali rischi bancari e ampliato il suo sostegno alla lotta contro il finanziamento del terrorismo.

Nel periodo sotto rassegna il Comitato di Basilea ha compiuto sostanziali progressi nell'elaborazione del nuovo schema di adeguatezza patrimoniale per il sistema bancario globale, ora prossimo al completamento. Il 29 aprile 2003 il Comitato ha pubblicato il terzo e ultimo documento consultivo sul Nuovo Accordo di Basilea, richiedendo la presentazione dei relativi commenti entro i tre mesi successivi. La pubblicazione dell'Accordo definitivo è prevista per la fine del corrente anno. Il Nuovo Accordo si prefigge di accrescere la sensibilità al rischio dei requisiti prudenziali delle banche, allineandoli più strettamente alle moderne prassi di gestione del rischio. I nuovi coefficienti patrimoniali, maggiormente commisurati al rischio, consentono di ottenere non solo una maggiore significatività e valenza informativa delle misure di adeguatezza del capitale, ma anche vantaggi in termini di meccanismi di incentivazione più efficaci e accurati. Le misure quantitative sono integrate da criteri specifici volti a rafforzare i processi di controllo prudenziale e di informativa al pubblico.

Nel terzo documento consultivo sono riportate le proposte dettagliate per il Nuovo Accordo. Esso è il frutto di un fattivo e intenso periodo di consultazione con il settore e con le autorità di vigilanza non facenti parte del Comitato. Un importante contributo all'elaborazione e alla messa a punto del nuovo schema patrimoniale è provenuto dalle varie "verifiche sul campo" dei proposti emendamenti all'Accordo attuale. Di queste, la più consistente e vasta – nota come terzo studio d'impatto quantitativo – è stata effettuata nel quarto trimestre 2002, e vi hanno preso parte oltre 300 banche di circa 40 paesi in tutto il mondo. Scopo della verifica era quello di garantire la qualità delle proposte del Comitato e di raccogliere informazioni utili per le ulteriori modifiche del testo prima della stesura del documento ufficiale di consultazione. Agli inizi del maggio 2003 il Comitato ha pubblicato un rapporto contenente una valutazione dei risultati di questi test.

Con l'approssimarsi della finalizzazione del Nuovo Accordo, il compito di seguirne le fasi di attuazione è stato affidato a un sottogruppo del Comitato di Basilea, l'Accord Implementation Group (AIG). Esso ha esplorato, in particolare, i modi in cui promuovere una maggiore convergenza fra le giurisdizioni negli approcci delle varie autorità di vigilanza riguardo all'applicazione del Nuovo Accordo, attraverso lo scambio di informazioni sulle relative prassi bancarie e prudenziali fra i membri del Comitato. Per approfondire le questioni concernenti l'introduzione del Nuovo Accordo, l'AIG si è inoltre consultato, nel corso di apposite riunioni, con il Core Principles Liaison Group (composto da rappresentanti di 15 paesi esterni al G10, dell'FMI e della Banca mondiale); queste riunioni avranno luogo durante l'intera fase di attuazione.

Fra gli impegni del Comitato di Basilea vi è quello di potenziare il quadro normativo della vigilanza prudenziale nei sistemi bancari di tutto il mondo, sia all'interno che all'esterno del G10. Quantunque il Comitato non sia un organo di normazione contabile o di revisione, in un'epoca in cui le irregolarità

di bilancio perpetrate da importanti società hanno messo in discussione la correttezza delle procedure contabili e l'affidabilità delle relative certificazioni, esso ha ritenuto prioritario sostenere le iniziative volte a elaborare standard internazionali di elevata qualità in quest'area. Tale sostegno si è concretizzato nell'attiva partecipazione del Comitato all'opera di consulenza prestata dall'International Accounting Standards Board (IASB) e dall'International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB), seguendo da vicino l'attività di questi due organismi. A tale riguardo, il Comitato ha formulato commenti su importanti proposte per un nuovo assetto regolamentare internazionale in tema di contabilità e auditing, e ha elaborato direttive per le banche e le autorità di vigilanza su problematiche inerenti a queste e ad altre aree connesse.

Nel quadro delle iniziative volte a promuovere più efficaci standard prudenziali, il Comitato di Basilea ha continuato lo scorso anno a mettere a punto criteri sul trattamento dei principali rischi bancari. A tale proposito, sono state elaborate linee guida per la gestione del rischio operativo e dell'attività bancaria elettronica sull'estero, due ambiti che comportano rischi significativi e crescenti per il settore bancario. Il Comitato ha inoltre avviato vari progetti per migliorare l'integrità del sistema bancario globale, e ha portato avanti i suoi lavori sul dovere di diligenza da parte delle banche, formulando raccomandazioni sulle prassi di identificazione della clientela. Queste ultime costituiscono un elemento essenziale per un efficace esercizio della dovuta diligenza, che le banche devono mettere in atto al fine di premunirsi contro i rischi di reputazione, operativo, legale e di concentrazione. Ma non solo: esso è necessario anche per il rispetto dei requisiti di legge in tema di contrasto del riciclaggio di denaro di provenienza illecita, nonché come presupposto per l'individuazione dei conti bancari connessi con attività terroristiche. Oltre a ciò, sono state predisposte direttive concernenti alcune strutture bancarie che possono ostacolare in misura significativa un'efficace vigilanza bancaria e che sono state talvolta implicate in attività bancarie sospette o illegali.

Uno dei punti di forza del Comitato di Basilea consiste nel fornire alle banche centrali e alle autorità di vigilanza una sede per la discussione e lo scambio di materiale informativo su una serie di questioni rilevanti, e nel promuovere rapporti di fattiva collaborazione tra le autorità di vigilanza a livello sia di direzione che di staff. Il Comitato è un convinto assertore della ricerca in materia bancaria e finanziaria, e patrocina regolarmente eventi in tale ambito presso banche centrali e organismi di vigilanza per scambiare le opinioni sui loro ultimi lavori. Altri eventi sono stati finalizzati a promuovere i contatti fra i ricercatori di tali istituzioni e quelli della più ampia comunità accademica. Un consesso molto apprezzato per il dibattito e la condivisione delle informazioni tra funzionari di vigilanza di tutto il mondo è la biennale Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria, di cui si è tenuta nel settembre 2002 la 12ª edizione a Città del Capo, Sudafrica. La Conferenza, cui hanno preso parte oltre 250 alti funzionari di vigilanza bancaria provenienti da più di 120 paesi, è stata sponsorizzata congiuntamente dal Comitato e dalla South African Reserve Bank. Le discussioni si sono incentrate sui recenti sviluppi del Nuovo Accordo di Basilea e sul modo in cui favorire la stabilità del contesto finanziario nelle economie di mercato emergenti.

Nell'aprile 2003 William J. McDonough ha lasciato la guida del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria in vista del suo collocamento a riposo dalla carica di Presidente della Federal Reserve Bank di New York. È stato chiamato a succedergli Jaime Caruana, Governatore del Banco de España. Nicholas Le Pan, Superintendent of Financial Institutions del Canada, è stato nominato Vice Presidente.

Comitato sul sistema finanziario globale

Il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) ha proseguito la sua regolare attività di monitoraggio dei mercati finanziari nelle economie industriali ed emergenti con l'obiettivo di individuare i potenziali rischi per la stabilità finanziaria. Un argomento di ricorrente interesse è stato il modo in cui le tecniche innovative di finanziamento, gli assetti istituzionali nel sistema finanziario e le politiche macroeconomiche influenzano il comportamento e la tenuta del settore finanziario. Un altro ambito su cui il CSFG ha fissato la sua attenzione è stato l'adeguamento di imprese, famiglie e istituzioni finanziarie al mutevole contesto finanziario, e le possibili ripercussioni di tale aggiustamento sull'attività economica. Nel novembre 2002 il Comitato ha istituito un gruppo di lavoro per seguire gli investimenti diretti esteri nelle economie di mercato emergenti.

Nel periodo in esame il CSFG ha pubblicato due rapporti, redatti da gruppi di lavoro, che rispecchiano i suoi costanti sforzi per migliorare la comprensione dei meccanismi di funzionamento dei mercati finanziari. Nel gennaio 2003 è stato edito il rapporto *Credit risk transfer*. Alla luce del considerevole aumento nella gamma di strumenti per trasferire il rischio di credito, il rapporto illustra le caratteristiche e i recenti sviluppi dei mercati di questi strumenti, prendendo in esame anche le possibili implicazioni di tale evoluzione sul funzionamento complessivo dei sistemi finanziari e alcuni timori circa l'impatto del trasferimento dei rischi creditizi sulla stabilità finanziaria.

Nel marzo 2003 è stato pubblicato il rapporto *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets*. Nell'analizzare le strutture operative e i corrispondenti schemi degli incentivi in un settore in rapida crescita dalla metà degli anni novanta, il documento affronta altresì i possibili impatti di tali meccanismi sull'efficienza e la volatilità del mercato, sulla liquidità e la gestione del rischio.

Le analisi e le valutazioni del Comitato hanno concorso a un approfondito dibattito fra i Governatori del G10 e, per il tramite dei rappresentanti del CSFG in seno al Forum per la stabilità finanziaria (FSF), presso la più ampia comunità ufficiale. Nel gennaio 2003 i Governatori del G10 hanno nominato Presidente del Comitato Roger W. Ferguson junior, Vice Presidente del Board of Governors del Federal Reserve System, che succede a Yutaka Yamaguchi, già Vice Governatore della Banca del Giappone.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) ha continuato a promuovere la solidità e l'efficienza dei sistemi di pagamento e regolamento

con l'obiettivo di rafforzare le infrastrutture dei mercati finanziari. Il Comitato ha intensificato la cooperazione internazionale con altre istituzioni e consessi, associando al proprio lavoro un gruppo sempre più ampio di banche centrali di paesi non appartenenti al G10.

Facendo seguito alla pubblicazione, nel novembre 2001, delle *Recommendations for Securities Settlement Systems*, nel novembre 2002 il CSPR e il Comitato tecnico dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) hanno edito la *Assessment methodology for "Recommendations for Securities Settlement Systems"*, destinata ad assistere le autorità nazionali nel processo di autovalutazione o nelle relative verifiche comparate. La metodologia intende inoltre fungere da guida all'FMI e alla Banca mondiale – che hanno preso parte alla sua elaborazione – per il loro Financial Sector Assessment Program (FSAP) e altre forme di assistenza tecnica. Inoltre, il CSPR auspica che la metodologia possa rivelarsi utile agli operatori privati che effettuano valutazioni autonome in materia di sicurezza ed efficienza dei sistemi di regolamento in titoli.

Proseguendo nell'analisi delle problematiche inerenti ai pagamenti al dettaglio, nel marzo 2003 il Comitato ha pubblicato un rapporto su *Policy issues for central banks in retail payments*. Il documento si incentra sull'attuale partecipazione delle banche centrali ai sistemi di pagamento retail, mettendo in luce sia le tematiche di comune interesse sia le significative differenze istituzionali esistenti tra i vari paesi. Le tematiche comuni sono espresse sotto forma di obiettivi d'interesse pubblico di alto profilo, che potrebbero assumere rilevanza anche per organismi pubblici – diversi dalle banche centrali – interessati alla sicurezza e all'efficienza dei pagamenti al dettaglio. L'ultima parte del rapporto è rivolta invece alle banche centrali, e contiene alcune raccomandazioni sulle iniziative che esse dovrebbero come minimo porre in atto per il conseguimento di questi obiettivi, nonché opzioni per affrontare circostanze specifiche. Il Comitato ha inoltre esaminato le questioni attinenti all'utilizzo della moneta di banca centrale nei sistemi di pagamento. Un rapporto analitico su tale argomento dovrebbe essere pubblicato prossimamente.

Un aspetto centrale del lavoro del Comitato resta l'attuazione della strategia – avallata dai Governatori del G10 nel 1996 – volta ad attenuare il rischio di regolamento valutario. A tal fine, esso ha continuato a monitorare e a incoraggiare le iniziative in quest'area.

Allo scopo di estendere il suo raggio di attività al di fuori dell'ambito del G10, durante lo scorso esercizio finanziario il CSPR ha proseguito i suoi sforzi per potenziare la cooperazione con altre banche centrali esterne al Gruppo e, in particolare, con quelle dei mercati emergenti. Il Comitato ha inoltre fornito assistenza e supporto tecnico a incontri di lavoro e seminari su questioni concernenti i sistemi di pagamento, organizzati dalla BRI in collaborazione con gruppi regionali di banche centrali.

Comitato sui mercati

Le riunioni bimestrali del Comitato sui mercati, che raggruppa i responsabili delle operazioni di mercato delle banche centrali del G10, si incentrano sugli

sviluppi a più breve termine nei mercati dei cambi e nei mercati finanziari collegati. In diverse occasioni il Comitato ha invitato rappresentanti di maggiori banche centrali al di fuori del G10 a unirsi al dibattito. Fra gli argomenti all'ordine del giorno del Comitato si segnalano: i fattori propulsivi all'origine delle variazioni nel valore esterno del dollaro USA; la volatilità nei principali mercati valutari; l'impatto degli andamenti economici e politici in Brasile e dei movimenti di prezzo delle materie prime sulle valute latino-americane; i rischi finanziari alla vigilia del conflitto in Iraq. I membri sono stati inoltre informati su temi specifici, come la negoziazione occulta (che interviene quando una banca, per il tramite di un gestore di fondi con funzione di agente, opera con un preponente di cui non viene resa nota l'identità) e i recenti sviluppi concernenti la Continuous Linked Settlement (CLS) Bank. Oltre a ciò, il Comitato ha avviato una revisione della base di segnalazione e della metodologia attualmente in uso per l'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati. Nel gennaio 2003 esso ha approvato la proposta di un gruppo di esperti, che costituisce ora il supporto per la predisposizione della prossima indagine.

Central Bank Counterfeit Deterrence Group

I Governatori delle banche centrali del G10 hanno affidato al Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDG) il compito di analizzare i pericoli che potrebbe comportare per la moneta cartacea il crescente utilizzo dei personal computer e di altri dispositivi nella contraffazione di banconote. La BRI continua a fornire il proprio appoggio all'attività del CBCDG ospitando il suo segretariato e svolgendo per esso le funzioni di agente in sede di accordi contrattuali.

3. Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata

Diverse organizzazioni indipendenti hanno istituito il proprio segretariato presso la BRI. La Banca assicura vari servizi segretariali e il supporto logistico a questi gruppi, partecipando ai dibattiti organizzati da alcuni di essi. La compilazione delle relative agende, nonché l'approvazione e la pubblicazione dei documenti, spettano agli organismi e alle organizzazioni patrocinanti, cui ciascuno di questi gruppi riferisce sul proprio operato.

Gruppo dei Dieci

La Banca ha continuato a contribuire attivamente ai lavori dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali del G10, dei loro Sostituti e dei gruppi di lavoro e di contatto istituiti sotto i loro auspici, sia partecipando in veste di osservatore, sia assicurando i servizi di segretariato unitamente all'FMI e all'OCSE. Il G10 ha passato in rassegna i progressi compiuti nell'ambito delle clausole di azione collettiva, dei codici di buona condotta per la risoluzione delle crisi debitorie, nonché del meccanismo per la ristrutturazione dei prestiti

sovrani; esso ha altresì analizzato il problema della sostenibilità del debito e ha deciso di rinnovare gli Accordi generali di prestito (AGP).

Nel periodo sotto rassegna sono stati pubblicati tre importanti documenti. Un rapporto del Working Group on Contractual Clauses del G10 stabilisce le caratteristiche fondamentali delle clausole di azione collettiva per i titoli sovrani che, secondo i Ministri e i Governatori del G10, renderanno più ordinata la risoluzione delle crisi debitorie, se adottate su vasta scala. Nel rapporto di un gruppo di contatto – *Turbulence in asset markets: the role of micro policies* – si sostiene che fluttuazioni indesiderabili delle quotazioni azionarie possono essere mitigate da assetti impositivi, regolamentari e di informativa al pubblico adeguatamente concepiti. Infine, il rapporto *Insolvency arrangements and contract enforceability* di un altro gruppo di contatto dimostra l'importanza di disporre dei mezzi utili al raggiungimento di una rapida, efficiente ed equa risoluzione delle situazioni di crisi o di insolvenza in società che gestiscono operazioni finanziarie di vasta portata.

Forum per la stabilità finanziaria

L'FSF è stato istituito agli inizi del 1999 per promuovere la stabilità finanziaria internazionale attraverso un più ampio scambio di informazioni e una maggiore cooperazione nei settori della vigilanza e della supervisione finanziaria. Il Forum riunisce regolarmente le autorità nazionali responsabili per la stabilità finanziaria – ministeri competenti, banche centrali e autorità di vigilanza finanziaria – in importanti centri, nonché alti funzionari di istituzioni finanziarie internazionali, organismi internazionali di regolamentazione e di vigilanza e comitati di esperti di banche centrali. La BRI ospita il Segretariato del Forum, composto da personale distaccato da paesi e istituzioni membri dell'FSF. Nel maggio 2003 i Ministri delle finanze del G7 hanno nominato alla carica di Presidente del Forum Roger W. Ferguson junior, Vice Presidente del Board of Governors del Federal Reserve System, che ha sostituito Andrew Crockett, primo Presidente del Forum. Ulteriori informazioni sull'FSF sono disponibili sul sito Internet (www.fsforum.org).

Dall'aprile 2002 il Forum si è riunito due volte, a Toronto e a Berlino, e ha tenuto diverse teleconferenze con i suoi membri. I principali argomenti affrontati in tali occasioni hanno riguardato le vulnerabilità congiunturali e di altra natura nel sistema finanziario internazionale, nonché le azioni necessarie per far fronte alle carenze emerse dalle recenti irregolarità contabili delle imprese. Il Forum ha inoltre organizzato incontri regionali per promuovere un più ampio dibattito sulle fragilità finanziarie e consentire ai rappresentanti regionali di esprimere la propria opinione sul lavoro dell'FSF. Lo scorso anno si sono tenuti tre incontri di questo tipo per i paesi dell'Europa centrale e orientale, dell'America latina e della regione Asia-Pacífico. In aggiunta, il Presidente del Forum ha avuto – tramite l'Advisory Council – regolari scambi di opinioni con operatori del settore privato e rappresentanti del mondo accademico su tematiche relative alla stabilità finanziaria.

Un tema centrale di tutte le riunioni dell'FSF nel periodo in esame sono state le riforme necessarie a livello nazionale e internazionale per ristabilire la

fiducia nel sistema di reporting finanziario dopo le numerose irregolarità societarie nella tenuta dei conti e nell'informativa di bilancio. L'FSF ha seguito da vicino le molte iniziative intraprese in quest'area da operatori di mercato, autorità nazionali e organi regolamentari internazionali, concentrando la propria attenzione sulle lacune e sulle significative divergenze nelle iniziative di riforma. La dimensione internazionale dei problemi e dei loro rimedi è stata motivo di preoccupazione per il Forum, che si è adoperato per promuovere una convergenza internazionale e intersettoriale laddove essa consenta di accrescere l'efficienza, l'integrità e la stabilità dei mercati finanziari. In tale ambito, nell'ottobre 2002 l'FSF ha organizzato una tavola rotonda sulle implicazioni per le politiche economiche dei recenti fallimenti societari, con la partecipazione di amministratori di società, investitori istituzionali, esponenti bancari, società di revisione, agenzie di rating, esperti di governance, autorità pubbliche e organi di normazione. Nel corso della tavola rotonda è stato riconosciuto che molti fattori hanno contribuito all'erosione della disciplina interna ed esterna che ha condotto alle recenti disfunzioni nella governance e nell'informativa delle imprese. Nondimeno, si ritiene che il principale elemento singolo per ristabilire l'affidabilità nel sistema di reporting finanziario sia il ripristino della fiducia nella qualità e nell'integrità delle revisioni esterne attraverso la sorveglianza pubblica e rafforzati meccanismi di applicazione.

Lo scorso anno l'FSF ha inoltre esaminato una serie di problematiche riguardanti il mercato delle riassicurazioni. Questo settore, che svolge un ruolo indispensabile nel fornire copertura assicurativa, è sempre più impegnato nell'assunzione e allocazione del rischio finanziario. Pur avendo conseguito buoni risultati malgrado i recenti shock, la scarsa trasparenza del comparto e delle informazioni fornite al pubblico dalle compagnie che vi operano rende difficile valutare l'impatto potenziale che problemi del settore potrebbero avere sull'insieme del mercato delle assicurazioni e sulla stabilità finanziaria più in generale. Alcune di queste tematiche sono rilevanti anche per altri segmenti del settore assicurativo.

L'FSF ha pertanto collaborato con organi di regolamentazione delle principali giurisdizioni in cui è insediata gran parte dell'industria mondiale delle riassicurazioni per coordinare le iniziative a livello nazionale, nonché in seno all'International Association of Insurance Supervisors (IAIS), per produrre dati e segnalazioni su questo settore. Il Forum ha anche invitato a migliorare il contenuto quantitativo e qualitativo, nonché la frequenza delle informazioni fornite dalle singole compagnie di assicurazione e di riassicurazione.

In collaborazione con agenzie facenti capo a paesi membri, il Forum ha inoltre proseguito i lavori volti ad approfondire altre problematiche, tra cui le attività per il trasferimento del rischio di credito, la disponibilità di informazioni su istituzioni finanziarie grandi e complesse e il rafforzamento degli standard prudenziali nei centri finanziari offshore.

Nel corso dell'anno l'FSF ha regolarmente fornito informazioni sulla propria attività ai Governatori delle banche centrali e ai Ministri finanziari del G7, nonché al Comitato monetario e finanziario internazionale dell'FMI.

International Association of Insurance Supervisors

La BRI ospita il Segretariato dello IAIS sin dalla sua istituzione nel gennaio 1998. Analogamente al Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, ma in questo caso per la supervisione del mercato assicurativo, lo IAIS si prefigge come obiettivo quello di contribuire alla stabilità finanziaria globale, migliorando la vigilanza del settore assicurativo attraverso l'elaborazione di standard di supervisione, l'offerta di assistenza reciproca e lo scambio di informazioni sulle relative esperienze. Ulteriori informazioni sullo IAIS sono disponibili sul sito Internet (www.iaisweb.org).

In collaborazione con altri organi di vigilanza internazionali (nel quadro del Joint Forum del Comitato di Basilea, dello IOSCO e dello IAIS), lo IAIS ha altresì contribuito all'elaborazione di principi per la supervisione sui conglomerati finanziari. Inoltre, esso partecipa attivamente al Forum per la stabilità finanziaria.

Lo IAIS ha pubblicato una vasta gamma di documenti contenenti standard prudenziali per il settore assicurativo. Lo scorso anno ha ultimato i *Principles on Minimum Requirements for Supervision of Reinsurers*, pubblicato un documento monografico dal titolo *Risks to insurers posed by electronic commerce* e, nell'aprile 2003, il documento *Credit risk transfer between insurance, banking and other financial sectors*. I lavori attualmente in corso comprendono la formulazione di standard, linee guida e documenti tematici in materia di passività assicurative, ricorso agli attuari, livelli di controllo della solvibilità, prove di stress, cartolarizzazione assicurativa, pubblicità delle informazioni sulle compagnie di assicurazione e riassicurazione non del ramo vita, supervisione sulle compagnie di riassicurazione, gestione del rischio per il commercio elettronico di prodotti assicurativi e gestione del rischio di credito. Inoltre, è in atto una revisione dell'Insurance Core Principles e della connessa Methodology per rafforzarne i contenuti. In collaborazione con l'FSF, lo IAIS sta elaborando uno schema per migliorare la trasparenza del mercato mondiale delle riassicurazioni, nonché l'informativa orientata al rischio delle singole compagnie. Lo IAIS coordina il proprio lavoro sull'Insurance Project e altri importanti progetti contabili con l'International Accounting Standards Board (IASB). Inoltre, esso collabora strettamente con la Financial Action Task Force (FATF) per combattere il riciclaggio di denaro di provenienza illecita e il finanziamento del terrorismo.

Insieme all'ISF e alle autorità nazionali di vigilanza assicurativa, lo IAIS ha organizzato vari seminari e programmi di formazione, mettendo a disposizione degli organi di vigilanza materiale informativo per facilitare l'osservanza dei suoi standard prudenziali. Esso ha tenuto seminari regionali rivolti alle autorità del settore in Africa, Asia, Europa centrale e orientale, America latina e in giurisdizioni offshore.

International Association of Deposit Insurers

Lo IADI ha cominciato a operare nel maggio 2002, e ha inaugurato la sua sede centrale presso la BRI in ottobre. L'Associazione rappresenta un consesso

attraverso il quale i membri possono contribuire alla stabilità dei sistemi finanziari promuovendo la cooperazione internazionale nell'ambito delle assicurazioni dei depositi. Quarantaquattro organizzazioni partecipano alle attività dello IADI.

Lo IADI si propone di accrescere la comprensione e lo scambio di informazioni su tematiche di comune interesse nell'ambito dell'assicurazione dei depositi. Esso stabilisce inoltre le linee guida per migliorare l'efficacia dei sistemi di copertura assicurativa dei depositi, tenendo conto di differenti condizioni, strutture e contesti operativi.

L'Associazione promuove attivamente le opportunità di collegamento e formazione professionale per gli assicuratori dei depositi e altre autorità che partecipano alla rete di sicurezza finanziaria. Rientra in questa attività la conferenza annuale indetta dallo IADI su tematiche di rilevanza per gli operatori del settore. La prima conferenza si è tenuta presso la BRI nel maggio 2002; la prossima è prevista nell'ottobre 2003 a Seoul, Corea.

Capo del Consiglio esecutivo e Presidente dello IADI è Jean Pierre Sabourin, Presidente e CEO della Canada Deposit Insurance Corporation. Informazioni dettagliate sulle attività dello IADI sono disponibili sul sito Internet (www.iadi.org).

4. Servizi finanziari della Banca

Le operazioni bancarie della BRI sono destinate esclusivamente a servire i fabbisogni finanziari delle banche centrali e di varie istituzioni finanziarie internazionali. Nell'aprile 2003 circa 130 banche centrali detenevano parte delle loro riserve internazionali presso la BRI. Per l'intermediazione di tali fondi la Banca utilizza due trading room collegate, a Basilea e Hong Kong SAR, e offre una gamma di strumenti mirati specificamente a banche centrali. Sicurezza, liquidità e redditività sono le tre caratteristiche fondamentali di tali prodotti. Gli altri servizi finanziari offerti dalla BRI includono la gestione di attività, il credito a breve termine a banche centrali, le operazioni fiduciarie e le funzioni di depositario di garanzie. Nell'assolvimento di tali compiti viene posta particolare attenzione sul monitoraggio dei rischi di credito, di mercato e operativo, sotto la responsabilità di un'unità di controllo indipendente che riferisce direttamente al Condirettore Generale, nonché sul controllo della correttezza delle operazioni bancarie nell'ambito della funzione di revisione interna.

Operazioni del Dipartimento Bancario

Al 31 marzo 2003 il totale di bilancio ammontava a 92,8 miliardi di franchi oro¹, cifra che rappresenta il terzo record consecutivo per la fine di un esercizio,

¹ Fino a tutto l'esercizio finanziario 2002/03, l'unità di conto della Banca era il franco oro. Prima dell'emendamento (si veda la Sezione 6), l'Articolo 4 dello Statuto definiva il franco oro come pari a 0,29032258... grammi di oro fino. Le attività e passività erano convertite in franchi oro in base al prezzo di \$USA 208 per oncia di oro fino (equivalente a 1 franco oro = \$USA 1,94149...).

nonché un incremento del 5,8% rispetto al totale di 87,7 miliardi registrato un anno prima. Quest'aumento sui dodici mesi è interamente attribuibile all'apprezzamento di altre valute rispetto al dollaro USA, che ha incrementato il totale di bilancio di 6,2 miliardi di franchi oro. Depurato degli effetti di cambio, il bilancio è di fatto calato di 1,1 miliardi di franchi oro nel corso dell'esercizio finanziario.

Dopo aver toccato livelli storicamente elevati nella prima parte dello scorso esercizio, il totale di bilancio è sceso nei mesi successivi per poi riprendere a salire in novembre. L'afflusso di fondi verso la fine del 2002 è stato in parte gonfiato dagli effetti di cambio, ma hanno agito in senso espansivo anche i consueti fattori di fine anno, nonché la "fuga verso la qualità" innescata dalle crescenti tensioni geopolitiche. Contrariamente agli anni precedenti, questa tendenza è proseguita nel nuovo anno, e nel primo trimestre 2003 il bilancio ha raggiunto nuovi livelli massimi, registrando il picco assoluto di 94,3 miliardi di franchi oro il 13 marzo. Alla fine dell'esercizio, tuttavia, il totale era calato di 1,5 miliardi.

Passivo

Al 31 marzo 2003 i depositi ricevuti in oro e in valute (escluse le operazioni pronti contro termine) ammontavano a 86,4 miliardi di franchi oro, contro 82,0 miliardi al termine dell'esercizio precedente. I depositi in oro sono aumentati di 0,1 miliardi di franchi oro, raggiungendo un importo di 2,6 miliardi, equivalente al 3,1% del totale dei fondi ricevuti in prestito (invariato rispetto a un anno prima). I depositi in valute sono aumentati di 4,3 miliardi di franchi oro (escluse le operazioni pronti contro termine), in virtù dell'apprezzamento di altre valute nei confronti del dollaro USA. Tuttavia, in assenza di questi guadagni derivanti dalla conversione del cambio i depositi in valute sarebbero calati di circa 0,6 miliardi di franchi oro, poiché le riduzioni dei collocamenti in euro e in yen sono state compensate in parte da afflussi di dollari USA e sterline.

Al 31 marzo 2003 la quota del dollaro USA sul totale dei fondi ricevuti in valute (comprese le operazioni pronti contro termine) era pari al 67,2%, con una modesta flessione sul 69,2% dell'anno precedente.

I depositi in valute delle banche centrali e di altre autorità monetarie nazionali sono saliti da 76,2 a 80,0 miliardi di franchi oro, corrispondenti al 95,5% del totale delle risorse esterne in valuta (escludendo le operazioni pronti contro termine) a fine marzo 2003, con un'esigua variazione rispetto allo scorso esercizio. I fondi collocati da altri depositanti (prevalentemente istituzioni internazionali) sono ammontati a 3,8 miliardi di franchi oro. Nell'arco dell'esercizio finanziario le banche centrali clienti hanno incrementato significativamente i propri investimenti in strumenti negoziabili della BRI a più lunga scadenza. D'altro canto, vi è stata anche un'espansione dei depositi a scadenza fissa a più breve termine, dovuta in parte alla tendenza di alcuni clienti a mantenere i fondi liquidi presso la BRI in un periodo di accresciuta incertezza geopolitica.

Attivo

Le attività della BRI sono per la maggior parte sotto forma di investimenti di primarie banche commerciali di fama internazionale, nonché titoli di Stato o

di agenzie parastatali, tra cui operazioni di pronti contro termine passive. La Banca accorda inoltre crediti a breve termine alle banche centrali, solitamente su base collateralizzata. La quota di titoli sovrani e quasi sovrani è cresciuta notevolmente durante lo scorso esercizio, raggiungendo quasi un terzo del totale delle attività al 31 marzo 2003.

La BRI fa anche uso di vari strumenti derivati al fine di gestire le proprie attività in modo più efficiente (si veda la Nota 15a) relativa ai Conti). Per la maggior parte si tratta di strumenti derivati di tipo tradizionale, in particolare futures e swap di tasso d'interesse.

Le operazioni finanziarie della Banca, sia a Basilea che a Hong Kong, sono condotte nell'ambito di un quadro operativo di riferimento stabilito dal Consiglio di amministrazione. Il quadro impone certe limitazioni generali e specifiche sulle varie categorie di rischio (di credito, di mercato e di liquidità) cui la Banca è inevitabilmente esposta attraverso le proprie attività di mercato. Tali limiti sono stati fissati sulla base di criteri stringenti, al fine di mantenere l'eccellente qualità creditizia della BRI come controparte di banche centrali e istituzioni commerciali.

Gli investimenti in valuta ammontavano a 89,4 miliardi di franchi oro al 31 marzo 2003, contro 83,7 miliardi un anno prima. Il totale comprende 0,2 miliardi di franchi oro sotto forma di anticipazioni alle banche centrali, rispetto a 0,1 miliardi dell'esercizio precedente. Le attività in oro della Banca sono cresciute durante lo stesso periodo da 3,2 a 3,3 miliardi di franchi oro, in seguito a un lieve aumento dei depositi in oro ricevuti.

Funzioni di Agente e di Fiduciario

Fiduciario per i prestiti governativi internazionali

Nell'esercizio sotto rassegna la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni di consolidamento 1990–2010 dei Prestiti Dawes e Young (per una descrizione dettagliata di tali funzioni si veda la *63ª Relazione annuale* del giugno 1993). Con riferimento a queste obbligazioni di consolidamento, la Deutsche Bundesbank – in qualità di Agente di pagamento – ha notificato alla Banca che nel 2002 l'Amministrazione federale dei titoli di debito (Bundeswertpapierverwaltung – BWV) ha disposto il pagamento di un importo totale di circa €5,5 milioni a titolo di rimborso e di interessi. I valori di rimborso e altri dettagli sono stati pubblicati dalla BWV nella Gazzetta federale.

In merito all'applicazione della clausola di garanzia di cambio per il Prestito Young da parte della BWV, la Banca ha mantenuto le proprie riserve (riportate in dettaglio nella *50ª Relazione annuale* del giugno 1980), che si applicano anche alle obbligazioni di consolidamento 1990–2010.

Funzioni di Depositario di garanzie

Ai sensi di diversi accordi, la BRI esercita le funzioni di Depositario per la detenzione e l'investimento dei valori costituiti in garanzia a beneficio dei detentori di determinate obbligazioni in valuta estera emesse da paesi nel quadro di accordi di ristrutturazione del debito estero. I contratti di pegno attualmente in vigore riguardano le obbligazioni del Brasile (per una

descrizione dettagliata si veda la 64^a *Relazione annuale* del giugno 1994), del Perù (67^a *Relazione annuale* del giugno 1997) e della Côte d'Ivoire (68^a *Relazione annuale* del giugno 1998).

5. Utile netto e sua ripartizione

Utile netto per l'esercizio finanziario

I conti relativi al 73° esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2003 presentano un utile netto di 362,0 milioni di franchi oro, a fronte di 268,5 milioni di franchi oro per l'esercizio precedente. L'aumento rispecchia principalmente i maggiori redditi da interessi netti e altri proventi di gestione per l'esercizio 2002/03, a loro volta riconducibili al minor livello delle perdite computate a fronte del rimborso al valore di mercato di passività cartolarizzate della Banca (FIXBIS e Strumenti a medio termine). Queste perdite a valere sui fondi ricevuti in prestito sono state contabilizzate dalla Banca in base al principio della competenza. Il relativo conto è gestito su base bilanciata con una modesta esposizione ai rischi di tasso, di valuta e di trasformazione delle scadenze, e i valori di mercato degli strumenti finanziari iscritti dai due lati del bilancio aumentano e diminuiscono in parallelo.

Le perdite di competenza dell'esercizio, di natura transitoria, sono intervenute in quanto i clienti della Banca hanno gestito in modo dinamico i loro portafogli di strumenti BRI in un contesto di tassi d'interesse calanti e di aumento del valore di mercato delle loro posizioni creditorie verso la BRI. In base alla metodologia contabile della competenza adottata dalla Banca, è stato possibile recuperare queste perdite nel tempo, dal momento che le passività rimborsate sono state rapidamente sostituite da strumenti con la stessa scadenza e tassi d'interesse inferiori, mentre le attività corrispondenti e gli strumenti derivati sono stati mantenuti. L'utile di quest'anno ha quindi beneficiato dell'ampliamento dei margini derivante dal recupero di passate perdite contabili connesse con il rimborso anticipato di passività. Poiché i tassi d'interesse sono diminuiti in corso d'anno, i rendimenti sui fondi ricevuti in prestito sono aumentati grazie alle plusvalenze contabili realizzate sulle vendite di strumenti di negoziazione.

Ai sensi della revisione dei criteri contabili della Banca, entrata in vigore il 1° aprile 2003, tali perdite saranno compensate nel Conto profitti e perdite contabilizzando nel dare e nell'avere le corrispondenti variazioni nei valori di mercato degli strumenti finanziari.

Se si escludono questi fattori, i proventi netti a fronte delle operazioni sui fondi ricevuti in prestito sono saliti lievemente, dato che alla crescita dei depositi della clientela si è aggiunto un ampliamento dei margini d'intermediazione attribuibile agli andamenti dal lato dell'attivo di bilancio.

Il reddito da interessi sugli investimenti finanziati da fondi propri (azioni) della Banca è diminuito di poco, poiché l'effetto riduttivo prodotto dai minori tassi d'interesse ha superato quello della crescita nel volume di tali fondi.

I conti finanziari annuali mostrano un aumento delle spese di amministrazione, compreso l'ammortamento, da 76,8 milioni di franchi oro nel 2001/02 a 98,3 milioni, pari a un incremento del 28%. Questo è per lo più

riconducibile all'apprezzamento del franco svizzero – valuta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca – che, rispetto all'esercizio precedente, è stato in media superiore del 18% nei confronti del franco oro. Inoltre, in base ai nuovi criteri contabili della Banca sugli obblighi a titolo di accantonamenti e prestazioni pensionistiche, l'importo di 48,3 milioni di franchi svizzeri è stato contabilizzato nei conti finanziari annuali alla voce Spese di amministrazione, contro un ammontare di 31,1 milioni nel 2001/02. L'aumento è dovuto a un esborso una tantum di 33,9 milioni di franchi svizzeri per ripristinare il coefficiente di copertura del Fondo pensione del personale in seguito a una performance d'investimento inferiore alle ipotesi attuariali. I costi di ammortamento, diminuiti del 7% in franchi svizzeri, sono aumentati dell'8% in termini di franchi oro.

Il più basso livello prevalente dei tassi d'interesse ha inoltre prodotto plusvalenze patrimoniali realizzate per 108,2 milioni di franchi oro sul portafoglio d'investimento dei fondi propri della Banca, rispetto a 85,7 milioni di franchi oro conseguiti a tale titolo nell'esercizio precedente.

Ripartizione dell'utile netto dell'esercizio

In conformità dell'Articolo 51 dello Statuto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire l'utile netto di 362,0 milioni di franchi oro nel modo seguente:

- (i) un importo di 68,7 milioni di franchi oro per il pagamento di un dividendo di 400 franchi svizzeri per azione. Va notato che il dividendo sarà pagato su 452 073 azioni. Il numero delle azioni emesse e liberate prima del riscatto è di 529 125. Di queste, 77 052 rappresentano azioni proprie detenute in portafoglio, comprendenti 74 952 titoli riscattati da ex azionisti privati e banche centrali e 2 100 altre azioni. Nessun dividendo viene corrisposto sulle azioni proprie;
- (ii) un importo di 29,3 milioni di franchi oro al Fondo di riserva generale;
- (iii) un importo di 3,0 milioni di franchi oro al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
- (iv) un importo di 261,0 milioni di franchi oro, che rappresenta il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Il Consiglio di amministrazione ha proposto che il dividendo suddetto sia pagato il 7 luglio 2003 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 31 marzo 2003.

Ripartizione della rettifica delle riserve per l'esercizio precedente

Le modifiche dei criteri contabili della Banca adottate quest'anno nella Situazione patrimoniale e nel Conto profitti e perdite hanno determinato una rettifica per l'esercizio precedente, che ha incrementato le riserve per un totale di 1 639,4 milioni di franchi oro al 31 marzo 2002. Una descrizione dettagliata in merito è contenuta nella Nota 3 relativa ai Conti. In conformità dell'Articolo 51

dello Statuto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire tale rettifica delle riserve per 1 639,4 milioni di franchi oro nel modo seguente:

- (i) un importo di 163,9 milioni di franchi oro, pari al 10% del totale, al Fondo di riserva generale;
- (ii) un importo di 1 475,5 milioni di franchi oro al Fondo di riserva libero. Questo fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Relazione dei Revisori dei conti

I conti della Banca sono stati debitamente certificati dai Revisori dei conti PricewaterhouseCoopers AG, i quali hanno confermato che la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, unitamente alle Note relative ai Conti, forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca al 31 marzo 2003, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a quella data. La relazione dei Revisori è riportata in calce al Bilancio.

6. Questioni istituzionali

Emendamenti allo Statuto della Banca

Modifica dell'unità di conto della Banca

L'Assemblea generale straordinaria (AGS) della Banca, tenutasi il 10 marzo 2003, ha deciso – su raccomandazione del Consiglio di amministrazione – di adottare come unità di conto della Banca, in sostituzione del franco oro, il diritto speciale di prelievo (DSP) nella definizione del Fondo monetario internazionale (FMI), con decorrenza dall'inizio dell'esercizio finanziario successivo, ossia il 1° aprile 2003. Di conseguenza, l'AGS ha approvato un emendamento all'Articolo 4 dello Statuto della BRI per ridenominare in DSP il capitale e le azioni della Banca. Questa modifica ha comportato una riduzione del capitale della BRI al fine di pervenire a un valore nominale in cifra tonda di DSP 5 000 per ciascuna azione.

L'utilizzo del franco oro come unità di conto della Banca era stato considerato non trasparente e non in linea con gli attuali criteri contabili ottimali. Per tale motivo, e per favorire una gestione più efficiente delle operazioni e del capitale economico della Banca, è stato deciso di adottare il DSP come nuova unità di conto della BRI.

Il DSP è l'unità di conto dell'FMI e viene inoltre impiegato in contratti privati e in accordi internazionali, nonché come unità di conto di altre organizzazioni internazionali. Il valore del DSP è basato su un paniere di monete (attualmente dollaro USA, euro, yen giapponese e sterlina britannica). Il paniere viene rivisto dall'FMI ogni cinque anni per assicurare che le valute in esso contenute siano rappresentative di quelle utilizzate nelle transazioni internazionali e che i pesi ad esse assegnati riflettano la loro importanza relativa nel sistema commerciale e finanziario mondiale. Il paniere di valutazione è stato modificato l'ultima volta nel 2001 per tener conto dell'introduzione dell'euro.

In conseguenza della sostituzione dell'unità di conto, gli importi in franchi oro in cui era espresso il capitale della Banca sono stati convertiti in DSP. L'AGS ha deciso di arrotondare per difetto a DSP 5 000 il valore nominale delle azioni rispetto all'ammontare risultante dalla conversione (DSP 5 696 al 31 marzo 2003). In seguito alla riduzione del 12,2% del capitale azionario, l'eccedenza – pari a DSP 92,1 milioni al 31 marzo 2003 – è stata trasferita dal capitale versato ai fondi di riserva della Banca. Tale modifica non produce alcun effetto sul patrimonio netto della BRI.

Altre modifiche statutarie

Oltre all'emendamento dell'Articolo 4 dello Statuto della Banca, l'AGS ha introdotto due altri emendamenti. Il primo semplifica il testo dell'Articolo 5, eliminando i dettagli relativi alla sottoscrizione della seconda tranche del capitale azionario della BRI, già completata da tempo. Il secondo aggiorna l'Articolo 20 dello Statuto, che definisce le valute in cui la Banca può effettuare operazioni per conto proprio. La precedente formulazione, che si riferiva alle "esigenze pratiche del tallone aureo o del tallone a cambio aureo" era diventata obsoleta, ed è stata pertanto sostituita con un riferimento a "monete che il Consiglio ritiene adeguate", per rispecchiare la prassi corrente della Banca.

Ritiro di azioni detenute da privati

In seguito alla decisione presa dall'Assemblea generale straordinaria della Banca, tenutasi l'8 gennaio 2001, di ritirare tutte le azioni della BRI detenute da privati (descritta in dettaglio nella *71ª Relazione annuale* del giugno 2001 alle pagine 187–189), la Banca ha corrisposto un'indennità di 16 000 franchi svizzeri per azione agli ex azionisti privati iscritti nei suoi registri. Alcuni di questi ex azionisti hanno contestato tale importo (si veda anche la *72ª Relazione annuale* del luglio 2002 a pagina 186), presentando ricorso dinanzi al Tribunale arbitrale previsto dall'Accordo dell'Aia che, ai sensi dell'Articolo 54 dello Statuto della Banca, ha giurisdizione esclusiva in merito a controversie, tra la Banca e gli ex azionisti privati, derivanti dal riscatto delle azioni. Il 22 novembre 2002 il Tribunale arbitrale ha emesso una sentenza arbitrale parziale con cui ha confermato la legittimità del riscatto obbligatorio, concludendo nondimeno che l'indennità doveva essere aumentata. Il Tribunale ha stabilito che gli ex azionisti privati hanno titolo a ricevere una quota proporzionale al valore netto delle attività della Banca, scontato peraltro del 30%. Questo metodo è equivalente a quello applicato dalla BRI alle nuove sottoscrizioni di azioni da parte di banche centrali. L'ammontare esatto dell'indennità addizionale sarà determinato dal Tribunale arbitrale dopo gli ulteriori procedimenti da tenere nel corso del 2003. La Banca ha ribadito la sua precedente dichiarazione, secondo cui essa si conformerà alla decisione del Tribunale arbitrale su base volontaria per il regolamento definitivo di tutte le posizioni nei confronti della totalità degli ex azionisti privati iscritti nei registri della Banca. Non appena la decisione verrà emessa, la Banca si metterà in contatto scritto con gli ex azionisti privati al fine di provvedere al pagamento dell'indennità addizionale.

Nell'ambito dell'azione promossa da un gruppo separato di ex azionisti privati, nel marzo 2003 il Tribunal de Commerce di Parigi ha accertato con

pronuncia preliminare (senza entrare nel merito) la propria competenza a giudicare in ordine ai diritti vantati dai predetti azionisti a ottenere un aumento dell'indennità. La Banca ha presentato ricorso dinanzi alla Cour d'appel di Parigi per una revisione della decisione procedurale di prima istanza, asserendo che il Tribunale arbitrale dell'Aia ha competenza esclusiva in materia.

Modifiche dei criteri contabili

Esercizio finanziario 2002/03

In seguito a un riesame dei propri criteri contabili la Banca ha deciso di modificare le regole per il riconoscimento dei proventi sulle vendite di titoli detenuti in portafoglio e per la contabilizzazione degli accantonamenti e delle erogazioni a titolo pensionistico. I nuovi criteri sono illustrati alla Nota 2 relativa ai Conti. Gli importi corrispondenti della Situazione patrimoniale, del Conto profitti e perdite, nonché delle Note relative ai Conti per l'esercizio finanziario 2001/02 sono stati rettificati di conseguenza. Gli effetti di queste rettifiche sulle riserve e sull'utile netto di tale esercizio finanziario sono riportati alla Nota 3. I Conti presentano in forma comparata i risultati finanziari per gli esercizi 2001/02, come da rettifica, e 2002/03.

Esercizio finanziario 2003/04

L'adozione del DSP come unità di conto della BRI (si veda sopra) ha facilitato una serie di altre modifiche ai criteri contabili della Banca, entrate in vigore il 1° aprile 2003. Tali cambiamenti consentono di fornire un'immagine più chiara della posizione finanziaria e della performance della Banca.

Alle pagine 219–223 vengono presentati i prospetti di raccordo – non certificati dai Revisori contabili – relativi alla Situazione patrimoniale e al Conto profitti e perdite per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2003 espressi in DSP.

Politica di budget

Il processo di formulazione del budget della Banca per un esercizio finanziario inizia con circa sei mesi di anticipo, quando la Direzione stabilisce le linee guida dell'attività operativa e gli stanziamenti destinati al personale e ai finanziamenti. Nell'ambito di tale schema budgetario, le aree di attività specificano di conseguenza i propri piani e il corrispondente fabbisogno di risorse. Dal processo di raffronto tra piani dettagliati di attività e disponibilità complessiva di risorse si giunge alla determinazione di un bilancio preventivo, che deve poi essere approvato dal Consiglio di amministrazione prima dell'inizio dell'esercizio finanziario.

Nel redigere il budget le spese di amministrazione sono tenute distinte da quelle in conto capitale. La remunerazione del personale costituisce circa la metà delle spese di amministrazione. Fra le altre principali categorie di spesa, che rappresentano di norma un ulteriore 25% delle spese di amministrazione, figurano quelle per tecnologie elettroniche e telecomunicazioni, nonché gli oneri per il Sistema pensionistico della Banca. Per loro stessa natura, le spese in conto capitale tendono a variare significativamente da un esercizio all'altro.

Le spese di amministrazione e in conto capitale della BRI sono sostenute per lo più in franchi svizzeri.

Durante l'esercizio finanziario 2002/03 le spese di amministrazione, escluso l'ammortamento, si sono ragguagliate a 199,2 milioni di franchi svizzeri, un importo inferiore del 5,3% a quello di budget (210,3 milioni di franchi svizzeri)². Tale importo era stato stanziato nell'ipotesi che la Banca avrebbe sostituito in tempi brevi i membri del personale che si erano avvalsi di un'offerta di prepensionamento durante l'esercizio precedente. Ciò si è rivelato di difficile attuazione, e il conseguente risparmio ha costituito la ragione principale del sottoimpiego del budget amministrativo. La spesa in conto capitale, pari a 16,1 milioni di franchi svizzeri, è stata inferiore di 11,9 milioni al budget; alcuni progetti informatici sono stati posticipati poiché è stato rinviato il completamento della nuova infrastruttura IT della Banca.

Il Consiglio ha approvato un aumento del budget amministrativo per l'esercizio finanziario 2003/04 del 2,3%, a 215,1 milioni di franchi svizzeri. Il budget in conto capitale prevede un incremento di 2,7 milioni di franchi svizzeri, a 30,7 milioni. Oltre a un aumento del 2% delle fasce retributive del personale, le dotazioni di budget incorporano il proseguimento dell'iniziativa di formazione elettronica per gli addetti alle funzioni di vigilanza bancaria, i costi per il trasferimento ai nuovi uffici di Hong Kong, nonché il potenziamento del supporto informatico e del controllo finanziario delle attività bancarie.

Politiche retributive della BRI

Politica retributiva generale della BRI

Le funzioni svolte dai membri del personale della BRI sono valutate in base a una serie di criteri oggettivi, tra cui qualifiche richieste, esperienza e responsabilità, e classificate in distinte categorie. A intervalli regolari, vengono condotte indagini per raffrontare gli stipendi della BRI con quelli di comparabili istituzioni o settori di mercato. Tali raffronti tengono conto della diversa imposizione fiscale sugli emolumenti erogati dalle istituzioni comprese nell'indagine. Nell'applicazione dei valori di mercato al proprio sistema retributivo, la BRI si orienta sulle classi stipendiali della fascia superiore alla media per attirare personale altamente qualificato.

Le categorie sono abbinate a fasce retributive che vengono adeguate ogni anno in base al tasso d'inflazione in Svizzera e all'aumento medio delle retribuzioni reali nel settore delle imprese dei principali paesi industriali. Gli adeguamenti retributivi dei singoli membri del personale all'interno di ciascuna fascia sono basati sul merito, soggetto a sua volta a una valutazione regolare delle prestazioni. La BRI non applica un sistema di gratifiche.

Il personale di nazionalità diversa da quella svizzera e non assunto localmente (inclusa l'Alta Direzione) ha diritto a un'indennità di espatrio, compresa attualmente tra il 14 e il 18% della retribuzione annua, a seconda

² La contabilità di budget della Banca non considera gli effetti dei nuovi criteri contabili relativi agli obblighi pensionistici, che si riflettono nei conti finanziari e sono presentati alla Sezione 5.

della situazione familiare. Inoltre, la BRI offre l'assicurazione sanitaria e un sistema pensionistico a contribuzione definita.

Remunerazione dell'Alta Direzione

Gli stipendi dei Capi di Dipartimento sono adeguati annualmente, di norma in linea con l'aumento delle fasce retributive del personale. Gli emolumenti del Direttore Generale e del Condirettore Generale sono oggetto di periodico riesame da parte del Consiglio di amministrazione. Al 1° luglio 2002 le remunerazioni dei membri dell'Alta Direzione erano le seguenti (numero di titolari della carica tra parentesi):

- Direttore Generale (1) 617 050 franchi svizzeri
- Condirettore Generale (1) 566 500 franchi svizzeri
- Capi di Dipartimento (3) 526 070 franchi svizzeri

Remunerazione del Consiglio di amministrazione

L'Assemblea generale ordinaria approva la remunerazione dei membri del Consiglio di amministrazione. Gli adeguamenti avvengono ogni tre anni. Dal 1° luglio 2002 la remunerazione complessiva annua corrisposta al Consiglio di amministrazione è fissata in 844 800 franchi svizzeri. In aggiunta, i membri del Consiglio ricevono un gettone di presenza per ogni riunione consiliare cui partecipano. Calcolato sulla base dell'integrale partecipazione dei Consiglieri a tutte le riunioni, il totale annuo dei gettoni di presenza ammonta a 777 240 franchi svizzeri.

Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione della Banca

Nel settembre 2002 Antonio Fazio, Governatore della Banca d'Italia, ha riconfermato Vincenzo Desario in qualità di membro del Consiglio di amministrazione per un ulteriore periodo di tre anni, che si concluderà il 7 novembre 2005. Ernst Welteke, Presidente della Deutsche Bundesbank, ha rinnovato il mandato di Hans Tietmeyer in qualità di membro del Consiglio di amministrazione nel novembre 2002 per un nuovo incarico triennale, che avrà termine il 31 dicembre 2005. Nel marzo 2003 Guy Quaden, Governatore della Banque Nationale de Belgique/Nationale Bank van België ha riconfermato Vicomte Verplaetse nella carica di Consigliere per un periodo di tre anni, fino al 28 febbraio 2006.

Alla fine di dicembre 2002 Urban Bäckström ha dato le dimissioni dalla carica di Governatore della Sveriges Riksbank, lasciando quindi vacante il suo seggio nel Consiglio. Dal 1° gennaio 2003 quest'ultimo ha eletto Lars Heikensten, successore di Urban Bäckström alla Sveriges Riksbank, quale membro del Consiglio per la restante durata del mandato di Urban Bäckström, ossia sino a fine marzo 2005.

Il 19 marzo 2003 Masaru Hayami ha lasciato la carica di Governatore della Banca del Giappone e, di conseguenza, di Consigliere. Nel maggio 2003 il Consiglio ha eletto il nuovo Governatore della Banca del Giappone, Toshihiko Fukui, quale membro del Consiglio fino alla data di scadenza del mandato di

Masaru Hayami, il 12 settembre 2003. In seguito alle sue dimissioni da Presidente della Federal Reserve Bank di New York il 10 giugno 2003, William J. McDonough ha lasciato vacante la carica di membro del Consiglio.

Per quanto concerne la Direzione della Banca, Andrew Crockett si è dimesso dalla funzione di Direttore Generale a fine marzo 2003. È stato sostituito da Malcolm Knight con decorrenza dal 1° aprile 2003.

In chiusura di questa sezione sono riportati gli elenchi dei membri del Consiglio, degli alti funzionari della Banca, nonché delle banche centrali dei paesi membri.

Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite

al 31 marzo 2003

Situazione patrimoniale al 31 marzo 2003

(in milioni di franchi oro – si veda la Nota 2a) relativa ai Conti)

2002	Attivo	2003
	Oro	
1 910,3	Detenuto in barre	1 990,0
1 299,6	Depositi vincolati e anticipazioni	1 309,6
3 209,9		3 299,6
3 292,3	Cassa in contanti e conti a vista presso banche	3 041,5
9 588,1	Buoni del Tesoro	14 027,3
	Depositi vincolati e anticipazioni in valute	
28 435,1	Fino a 3 mesi	22 725,5
17 102,9	Oltre 3 mesi	17 483,6
45 538,0		40 209,1
	Titoli acquistati pronti contro termine	
1 660,7	Fino a 3 mesi	5 302,2
	Titoli di Stato e altri titoli	
3 753,3	Fino a 3 mesi	4 625,1
19 857,6	Oltre 3 mesi	22 165,9
23 610,9		26 791,0
115,4	Terreno, immobili, arredi e attrezzature	138,9
699,1	Partite varie	21,7
87 714,4		92 831,3

Dopo la ripartizione dell'utile netto d'esercizio e prima della ripartizione della dopo la rettifica alle riserve dell'anno precedente			Prima della	Dopo la
2002 importi originari	2002 importi rettificati	Passivo	2003 ripartizione dell'utile netto d'esercizio e rettifica alle riserve dell'anno precedente	
330,7	330,7	Capitale	330,7	330,7
3 307,8	4 947,2	Riserve	3 307,8	5 240,5
		Rettifica alle riserve dell'anno precedente	1 639,4	
		Conto profitti e perdite	362,0	
(384,0)	(384,0)	Azioni proprie	(522,7)	(522,7)
25,5	24,1	Rettifiche di valore	303,9	303,9
3 280,0	4 918,0	Azioni	5 421,1	5 352,4
		Depositi (in oro)		
1 909,8	1 909,8	A vista	1 989,3	1 989,3
266,4	266,4	Fino a 3 mesi	245,8	245,8
355,2	355,2	Oltre 3 mesi	403,3	403,3
2 531,4	2 531,4		2 638,4	2 638,4
		Depositi (in valute)		
2 510,3	2 510,3	A vista	2 410,7	2 410,7
36 369,5	36 369,5	Fino a 3 mesi	32 970,2	32 970,2
40 606,6	40 606,6	Oltre 3 mesi	48 378,5	48 378,5
79 486,4	79 486,4		83 759,4	83 759,4
		Titoli ceduti pronti contro termine		
660,0	660,0	Fino a 3 mesi	51,8	51,8
1 704,0	66,0	Partite varie	960,6	960,6
52,6	52,6	Dividendo		68,7
87 714,4	87 714,4		92 831,3	92 831,3

Conto profitti e perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2003
(in milioni di franchi oro)

	2002 importi rettificati	2003
Interessi e sconti attivi, altri proventi di gestione	6 015,7	4 999,6
Meno: interessi e sconti passivi	5 410,1	4 358,9
perdite su rimborsi di passività al valore di mercato	346,0	288,6
Interessi netti e altri proventi di gestione	259,6	352,1
Meno: spese di amministrazione		
Consiglio di amministrazione	0,9	1,2
Direzione e personale	47,2	65,6
Funzionamento degli uffici e altre spese	19,9	22,0
Spese di amministrazione esclusi gli ammortamenti	68,0	88,8
Ammortamenti	8,8	9,5
	76,8	98,3
Utile operativo	182,8	253,8
Profitti sulle vendite di titoli del portafoglio di investimento	85,7	108,2
Utile netto dell'esercizio finanziario	268,5	362,0
Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale che l'utile netto dell'esercizio chiuso il 31 marzo 2003 sia ripartito, ai sensi dell'Articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:		
Dividendo: 380 franchi svizzeri per azione su 452 073 azioni	52,6	
400 franchi svizzeri per azione su 452 073 azioni		68,7
	52,6	68,7
	215,9	293,3
Trasferimento al Fondo di riserva generale	31,2	29,3
	184,7	264,0
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi	3,0	3,0
	181,7	261,0
Trasferimento al Fondo di riserva libero	181,7	261,0
	-	-

Variazioni del capitale e delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2003
(in milioni di franchi oro)

I. Capitale

	Numero di azioni	Franchi oro (milioni)
Azioni di 2 500 franchi oro, versate per il 25%:		
Situazione al 31 marzo 2002 come da bilancio	529 125	330,7
Situazione al 31 marzo 2003 come da bilancio	529 125	330,7

Ulteriori informazioni sono contenute nella Nota 9 relativa ai Conti.

II. Evoluzione dei fondi di riserva

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero	Totale dei fondi di riserva
Situazione al 31 marzo 2002 dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 2001/02 – importi originari	33,1	1 330,6	74,5	1 869,6	3 307,8
Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale che il trasferimento ai fondi di riserva risultante dalla modifica dei criteri contabili descritta nelle Note 2 e 3 sia ripartito, ai sensi dell'Articolo 51, nel modo seguente:		163,9		1 475,5	1 639,4
Situazione al 31 marzo 2002 – importi rettificati	33,1	1 494,5	74,5	3 345,1	4 947,2
Più: ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 2002/03	–	29,3	3,0	261,0	293,3
Situazione al 31 marzo 2003 come da bilancio	33,1	1 523,8	77,5	3 606,1	5 240,5

III. Il capitale e i fondi di riserva al 31 marzo 2003 (dopo la ripartizione) erano rappresentati da:

	Capitale	Fondi di riserva	Totale capitale e riserve
Attività nette in			
Oro	330,7	330,5	661,2
Valute	–	4 910,0	4 910,0
Situazione al 31 marzo 2003 come da bilancio	330,7	5 240,5	5 571,2

Note relative ai Conti

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2003
(in milioni di franchi oro)

1. Introduzione

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) è un'istituzione finanziaria internazionale costituita in applicazione dell'Accordo dell'Aia del 20 gennaio 1930. La Banca ha sede in Basilea, Svizzera. Gli scopi della BRI, secondo quanto disposto nell'Articolo 3 del suo Statuto, sono quelli di promuovere la cooperazione tra le banche centrali, fornire facilitazioni aggiuntive per le operazioni finanziarie internazionali e operare come fiduciario (trustee) o come agente in regolamenti finanziari internazionali. Attualmente cinquanta banche centrali sono membri della Banca ed esercitano i diritti di rappresentanza e di voto alle Assemblee generali in proporzione al numero di azioni della BRI emesse nei rispettivi paesi. Il Consiglio di amministrazione della Banca è costituito dai Governatori delle banche centrali di Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti d'America, Svezia e Svizzera, nonché dai consiglieri nominati da sei di questi paesi.

I conti per l'esercizio finanziario 2002/03 sono presentati in una veste approvata dal Consiglio di amministrazione in conformità dell'Articolo 49 dello Statuto della Banca.

2. Criteri contabili rilevanti

In seguito alla revisione dei criteri contabili, la Banca ha deciso di modificare le regole per il riconoscimento dei profitti sulla vendita di titoli detenuti nei fondi propri e per la contabilizzazione degli accantonamenti e delle erogazioni concernenti il sistema pensionistico. I nuovi criteri sono illustrati in dettaglio nel prosieguo della presente sezione. Gli importi corrispondenti della Situazione patrimoniale, del Conto profitti e perdite, nonché delle Note relative ai Conti per l'esercizio finanziario 2001/02 sono stati rettificati di conseguenza. Gli effetti di queste rettifiche sulle riserve e sull'utile netto di tale esercizio sono riportati nella successiva Nota 3.

Con decorrenza dal 1° aprile 2003 l'unità di conto della Banca è il diritto speciale di prelievo (DSP) così come definito dal Fondo monetario internazionale. Alle pagine 219–223 vengono presentati i prospetti di raccordo – non certificati dai Revisori contabili – relativi alla Situazione patrimoniale e al Conto profitti e perdite per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2003 espressi in DSP.

a) *Unità di conto e conversione valutaria*

L'unità di conto impiegata in queste situazioni contabili è il franco oro, che è pari a \$USA 1,94149... Prima dell'emendamento del 10 marzo 2003

l'Articolo 4 dello Statuto della Banca definiva il franco oro (abbreviato in FO) come equivalente a 0,29032258... grammi di oro fino. Le posizioni che rappresentano attività in oro sono state convertite in franchi oro sulla base del peso di fino. Le posizioni denominate in dollari USA sono state convertite in franchi oro in base al prezzo di \$USA 208 per oncia di oro fino (questo prezzo è stato stabilito dal Consiglio di amministrazione della Banca nel 1979 e determina un fattore di conversione di FO 1 = \$USA 1,94149...). Le posizioni denominate in altre valute sono state convertite in dollari USA ai tassi di cambio a pronti di mercato alla data di chiusura dei conti, e quindi convertite in franchi oro sulla base della predetta equivalenza.

Le differenze di cambio derivanti dalla conversione di attività e passività in valuta denominate in monete diverse dal dollaro USA sono portate al conto Rettifiche di valore.

Il saldo netto delle differenze di cambio risultanti dalla conversione di contratti a termine e swap su valute è incluso nelle Partite varie attive o passive.

b) Base di valutazione e determinazione dell'utile

Se non indicato altrimenti, i conti della Banca sono tenuti ai valori storici, e i costi e ricavi sono registrati su una base di competenza. Gli utili e le perdite sono calcolati mensilmente, convertiti in dollari USA al tasso di cambio a pronti di mercato alla fine di ciascun mese e convertiti in franchi oro come dianzi descritto; gli utili mensili così computati determinano cumulativamente il risultato dell'esercizio.

Gli utili e le perdite derivanti dalla vendita dei titoli del portafoglio di investimento designati dalla Banca come fondi propri sono registrati nel Conto profitti e perdite. In precedenza, tali partite venivano accreditate al fondo oscillazione titoli, che era incluso nelle Partite varie del passivo, e ammortizzate nel Conto profitti e perdite su un periodo di tempo corrispondente alla vita residua media del portafoglio di investimento della Banca. Gli effetti di questa modifica dei criteri contabili sulle riserve e sull'utile netto del passato esercizio finanziario sono riportati nella successiva Nota 3.

c) Oro

Le attività e passività in oro sono valutate in base al peso di fino.

d) Buoni del Tesoro; Titoli di Stato e altri titoli

I Buoni del Tesoro e i Titoli di Stato e altri titoli sono iscritti al valore di acquisto, più gli eventuali interessi maturati, corretto per l'ammortamento del premio o sconto sul periodo di vita residua; gli interessi e sconti attivi comprendono tale ammortamento.

e) Depositi vincolati e anticipazioni in valute

I depositi vincolati e le anticipazioni sono iscritti al valore nominale più gli interessi maturati.

f) Titoli acquistati pronti contro termine

I titoli acquistati mediante operazioni pronti contro termine sono iscritti in base all'ammontare corrisposto alla controparte più gli interessi maturati.

g) Terreno, immobili, arredi e attrezzature

Il costo di terreno, immobili, arredi e attrezzature della Banca viene capitalizzato. Esso è ammortizzato a quote costanti sul periodo stimato di vita utile delle attività soggette ad ammortamento, nel modo seguente:

terreno – non ammortizzato

immobili – 50 anni

impianti e macchinari – 15 anni

attrezzature informatiche – 4 anni

arredi e altre immobilizzazioni – da 4 a 10 anni.

h) Rettifiche di valore

Il conto Rettifiche di valore accoglie le differenze di cambio descritte al precedente punto a); tali variazioni di valutazione si riferiscono essenzialmente alla quota dei fondi propri della Banca detenuta in valute diverse dal dollaro USA.

i) Depositi

I depositi costituiscono attività scritturali nei confronti della Banca e sono iscritti al valore nominale più gli interessi maturati. Alcune di tali attività sono emesse a sconto rispetto al valore pagabile alla scadenza del deposito; in questi casi il trattamento contabile è analogo a quello applicato ai titoli a scadenza determinata detenuti dalla Banca (si veda il punto d) precedente).

I guadagni e le perdite sui rimborsi, al rispettivo valore di mercato, delle partite trasferibili di cui alla Nota 12 c) vengono contabilizzati al Conto profitti e perdite alla voce "Perdite su rimborsi di passività al valore di mercato".

j) Titoli ceduti pronti contro termine

I titoli ceduti mediante operazioni pronti contro termine sono iscritti in base all'ammontare ricevuto dalla controparte più gli interessi maturati.

k) Accantonamenti

La Banca effettua accantonamenti in vista di eventuali costi connessi con obblighi di legge risultanti da eventi passati e per il cui regolamento si rendano verosimilmente necessarie risorse finanziarie, purché sia possibile stimare in modo ragionevole il loro ammontare.

Negli scorsi anni il Consiglio di amministrazione verificava il livello dell'accantonamento a fronte di rischi bancari e altre contingenze, che veniva incorporato nelle Partite varie del passivo, e provvedeva a incrementarlo, se necessario. In seguito alle modifiche apportate ai criteri contabili, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea

generale che i saldi di questo e altri accantonamenti siano accreditati ai fondi di riserva. Gli effetti di tali modifiche sulle riserve e sugli utili del passato esercizio finanziario sono riportati nella successiva Nota 3.

l) Obbligazioni connesse con il sistema pensionistico

La Banca gestisce schemi di pensione e assicurazione malattia e infortunio a prestazioni definite. Le passività a fronte di tali schemi sono stimate sulla base del valore attuale dell'obbligazione a prestazione definita alla data di chiusura dei conti, dedotto il valore di mercato delle attività dello schema (ove questo sia finanziato) alla stessa data, tenuto conto delle rettifiche per utili e perdite attuariali non riconosciuti e dei costi di servizio. Il valore dell'obbligazione a prestazione definita viene calcolato con cadenza annuale da attuari indipendenti secondo il metodo del credito unitario presunto. Il valore attuale dell'obbligazione viene determinato dalle stime dei flussi in uscita futuri, scontate al tasso d'interesse dei titoli di debito societari ad alto rating aventi una durata residua prossima a quella della corrispondente passività. Gli effetti di tale modifica contabile sulle riserve e sull'utile netto del passato esercizio finanziario sono riportati nella successiva Nota 3.

L'ammontare imputato al Conto profitti e perdite rappresenta la somma dei costi per il servizio corrente a fronte delle prestazioni maturate per l'anno in base al sistema più gli interessi scontati sulle obbligazioni a prestazione definita. In aggiunta, gli utili e le perdite attuariali derivanti da rettifiche effettuate, variazioni nelle ipotesi attuariali e modifiche agli schemi vengono contabilizzate al Conto profitti e perdite per il periodo di servizio del dipendente interessato. Le risultanti attività o passività sono incorporate nelle Partite varie dell'attivo o del passivo.

3. Rettifiche alle riserve e all'utile netto

In seguito alle modifiche dei criteri contabili descritte nella Nota 2 e in conformità delle raccomandazioni del Consiglio di amministrazione all'Assemblea generale annuale circa gli accantonamenti ai fondi di riserva, le riserve e l'utile netto della Banca per l'esercizio finanziario 2001/02 sono stati rivisti come segue:

	Riserve	Utile netto
Importo precedentemente segnalato	3 307,8	225,7
Modifiche ai criteri contabili:		
Vendite dei titoli del portafoglio di investimento detenuti come fondi propri – <i>Nota 2 b)</i>		
Trasferimento del saldo del fondo oscillazione titoli	101,1	
Storno dell'ammortamento degli utili accumulati sulle vendite di titoli del portafoglio di investimento		(33,5)
Utili sulle vendite di titoli del portafoglio di investimento detenuti come fondi propri		85,7
Accantonamenti		
Trasferimento dell'accantonamento per rischi bancari e altre contingenze – <i>Nota 2 k)</i>	1 582,1	(1,2)
Altri accantonamenti – <i>Nota 2 k)</i>	9,5	(0,8)
Obbligazioni del sistema pensionistico – <i>Nota 2 l)</i>	(53,3)	(7,4)
Incremento risultante dalle modifiche ai criteri contabili	1 639,4	42,8
Importo rettificato	4 947,2	268,5

L'incremento netto delle riserve derivante dalle modifiche ai criteri contabili è stato compensato da una corrispondente riduzione nelle Partite varie del passivo. Le ripartizioni proposte sono contenute nella Tabella II – "Variazioni del capitale e delle riserve della Banca".

4. Disponibilità in oro

La tabella seguente mostra la composizione delle disponibilità complessive in oro della Banca:

Attivo	2002	2003
Oro in barre presso banche centrali	1 910,3	1 990,0
Depositi in oro a termine:		
Fino a 3 mesi	328,4	283,7
Oltre 3 mesi	971,2	1 025,9
	<u>3 209,9</u>	<u>3 299,6</u>

Le disponibilità proprie in oro della Banca ammontavano al 31 marzo 2003 a FO 661,2 milioni, equivalenti a 192 tonnellate di oro fino (2002: FO 661,4 milioni; 192 tonnellate).

5. Buoni del Tesoro

Le disponibilità della Banca erano le seguenti:

	2002	2003
Valore contabile	9 588,1	14 027,3
Valore di mercato	9 587,0	14 027,6

6. Titoli di Stato e altri titoli

Le disponibilità della Banca erano le seguenti:

	2002	2003
Valore contabile	23 610,9	26 791,0
Valore di mercato	23 649,6	27 312,6

7. Terreno, immobili, arredi e attrezzature

	Terreno e immobili	Arredi e attrezzature informatiche	Totale
Costo:			
Saldo iniziale al 1° aprile 2002	129,1	40,8	169,9
Spesa in conto capitale		5,8	5,8
Dismissioni e smobilizzi		(0,5)	(0,5)
Variazioni di cambio	30,9	10,1	41,0
Costo al 31 marzo 2003	<u>160,0</u>	<u>56,2</u>	<u>216,2</u>
Ammortamenti:			
Ammortamento cumulativo al 1° aprile 2002	32,6	21,9	54,5
Quota di ammortamento per l'esercizio corrente	2,7	6,8	9,5
Dismissioni e smobilizzi		(0,5)	(0,5)
Variazioni di cambio	7,9	5,9	13,8
Ammortamento cumulativo al 31 marzo 2003	<u>43,2</u>	<u>34,1</u>	<u>77,3</u>
Valore contabile netto al 31 marzo 2003	<u>116,8</u>	<u>22,1</u>	<u>138,9</u>

Il costo del terreno della Banca al 31 marzo 2003 era di FO 29,2 milioni (2002: FO 23,5 milioni).

8. Partite varie dell'attivo

Queste comprendono:

	2002	2003
Saldi su operazioni a termine e swap	691,6	-
Altre partite recuperabili	7,5	21,7
	<u>699,1</u>	<u>21,7</u>

9. Capitale

Il capitale della Banca è composto da:

	2002	2003
Capitale autorizzato: 600 000 azioni, di 2 500 franchi oro ciascuna	1 500,0	1 500,0
Capitale emesso: 529 125 azioni (2002: 529 125)	1 322,8	1 322,8
liberate per il 25%	330,7	330,7

- a) L'Assemblea generale straordinaria dell'8 gennaio 2001 ha emendato lo Statuto della Banca in modo da limitare alle sole banche centrali il diritto di detenere azioni della BRI, procedendo così al riscatto obbligatorio di 72 648 azioni delle emissioni americana, belga e francese detenute da azionisti privati (ossia, non banche centrali) dietro pagamento di un'indennità di 16 000 franchi svizzeri per azione. La Banca ha altresì riscattato allo stesso prezzo 2 304 azioni di queste tre emissioni detenute da altre banche centrali. Il Consiglio di amministrazione redistribuirà a tempo debito queste azioni alle banche centrali azioniste della BRI secondo modalità che riterrà appropriate. I diritti di voto abbinati a tali azioni restano immutati; essi continuano a essere esercitabili rispettivamente dalle banche centrali americana, belga e francese.
- b) In seguito alla decisione del Tribunale arbitrale dell'Aia nel novembre 2002, il costo complessivo del riacquisto delle 74 952 azioni suddette, esclusi i relativi interessi, è stimato in FO 522,7 milioni (2002: FO 384,0 milioni). Tale importo figura con segno negativo alla voce "Azioni proprie" nel passivo della Situazione patrimoniale della Banca.
- c) Il numero delle azioni in essere aventi diritto al pagamento del dividendo per l'esercizio 2002/03 è il seguente:

Capitale emesso al 31 marzo 2003	529 125
Meno: azioni proprie	
Da azionisti privati e banche centrali	74 952
Altre	2 100
Totale azioni in essere aventi diritto al dividendo	452 073

- d) L'Assemblea generale straordinaria del 10 marzo 2003 ha emendato lo Statuto della Banca in modo da convertire la denominazione del capitale azionario e del valore nominale unitario delle azioni della Banca in DSP con decorrenza dal 1° aprile 2003. Al fine di ottenere un valore nominale unitario in cifra tonda (azioni di DSP 5 000, versate per il 25%) è stato ridotto il capitale azionario complessivo. La risultante eccedenza di DSP 92,1 milioni (pari a FO 65,1 milioni) è stata trasferita in pari data dal Capitale versato al Fondo di riserva libero.

10. Riserve

Le riserve della Banca, dopo le ripartizioni proposte dal Consiglio di amministrazione e la rettifica di valore per l'anno finanziario 2001/02 risultante dalla modifica dei criteri contabili (si veda la Nota 3), sono composte da:

	2002 <i>importi rettificati</i>	2003
Fondo di riserva legale	33,1	33,1
Fondo di riserva generale	1 494,5	1 523,8
Fondo speciale di riserva per i dividendi	74,5	77,5
Fondo di riserva libero	3 345,1	3 606,1
	4 947,2	5 240,5

Le assegnazioni annuali ai vari fondi di riserva sono disciplinate dall'Articolo 51 dello Statuto della Banca. Le ripartizioni proposte sono contenute nella Tabella II – "Variazioni del capitale e delle riserve della Banca".

11. Rettifiche di valore

Le variazioni di questo conto durante l'esercizio finanziario sono state le seguenti:

	2002	2003
Saldo iniziale	56,0	24,1
Utili (perdite) da conversioni valutarie	(31,9)	279,8
Saldo finale	24,1	303,9

12. Depositi

a) Oro

I depositi in oro collocati presso la BRI provengono interamente da banche centrali.

b) Composizione per scadenza

La composizione per scadenza dei depositi in valute collocati presso la Banca era la seguente:

	2002	2003
Banche centrali		
A vista	2 214,2	2 035,2
Fino a 3 mesi	34 372,8	30 618,3
Oltre 3 mesi	39 641,0	47 309,5
Altri depositanti		
A vista	296,1	375,5
Fino a 3 mesi	1 996,7	2 351,9
Oltre 3 mesi	965,6	1 069,0
	79 486,4	83 759,4

c) *Composizione per strumento*

La composizione per strumento dei depositi in valute era la seguente:

	2002	2003
A vista e con termine di preavviso	9 227,8	8 461,7
A scadenza fissa	19 601,6	21 239,4
Partite trasferibili		
Tasso variabile (FRIBIS)	3 200,1	4 155,5
Tasso fisso		
Emessi alla pari (Coupon FIXBIS)	14 227,1	13 956,8
Emessi a sconto (Discount FIXBIS)	11 478,8	7 491,3
Strumenti a medio termine	21 751,0	28 454,7
	79 486,4	83 759,4

Le partite trasferibili vantate nei confronti della BRI vengono registrate a nome del sottoscrittore. FRIBIS, Coupon FIXBIS e Discount FIXBIS giungono a scadenza entro un anno dall'emissione. Gli strumenti a medio termine hanno scadenza fissa, di norma non inferiore a un anno e non superiore a dieci anni dalla data originaria di emissione dello strumento. La Banca è tenuta a riacquistare – in tutto o in parte – queste attività al valore corrente di mercato, dietro richiesta della relativa controparte con almeno un giorno lavorativo di preavviso. Gli utili e le perdite risultanti sono contabilizzati al Conto profitti e perdite alla voce "Perdite su rimborsi di passività al valore di mercato".

13. Partite varie del passivo

Queste comprendono:

	2002 <i>importi rettificati</i>	2003
Saldi su operazioni a termine e swap	–	537,1
Debiti amministrativi e bancari	7,4	203,4
Obbligazioni del sistema pensionistico – <i>Nota 14</i>		
Pensioni dei membri del Consiglio	2,3	2,8
Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	52,4	68,7
Debiti nei confronti di ex azionisti	3,9	148,6
	66,0	960,6

14. Obbligazioni del sistema pensionistico

a) Pensioni dei membri del Consiglio

La Banca gestisce uno schema a prestazioni definite non finanziato per i membri del Consiglio di amministrazione, che maturano il diritto al trattamento pensionistico dopo un periodo minimo di servizio di quattro anni. Le variazioni di questo conto durante l'esercizio finanziario sono state le seguenti:

	2002	2003
Saldo negativo iniziale	2,2	2,3
Differenze di cambio	0,1	0,5
Imputazione al Conto profitti e perdite	0,2	0,2
Contributi corrisposti	(0,2)	(0,2)
Saldo negativo finale	2,3	2,8

b) Pensioni dei dipendenti

La Banca gestisce per i suoi dipendenti un sistema pensionistico a prestazione definita basato sull'ultimo stipendio. Il sistema si avvale di un fondo privo di personalità giuridica propria, la cui natura ricalca pertanto quella di un fondo fiduciario. Le attività del fondo sono amministrare dalla Banca nel solo interesse dei beneficiari presenti e futuri del sistema pensionistico. Quest'ultimo viene valutato annualmente da attuari indipendenti; l'ultima valutazione risale al 30 settembre 2002.

	2002	2003
Valore attuale delle obbligazioni finanziate	258,6	361,6
Valore equo delle attività del sistema	257,2	340,1
	1,4	21,5
Perdite attuariali non riconosciute	(1,4)	(21,5)
Passività iscritte in bilancio	-	-

Le variazioni dei conti durante l'esercizio sono state le seguenti:

	2002	2003
Saldo iniziale (attività)/passività	-	-
Imputazione al Conto profitti e perdite	7,9	21,6
Contributi corrisposti	(7,9)	(21,6)
Saldo finale (attività)/passività	-	-

Le principali ipotesi attuariali usate per i relativi calcoli sono state le seguenti:

	2002	2003
Tasso di sconto – tasso di mercato		
di obbligazioni societarie ad alto rating	4,0%	3,5%
Rendimento atteso sulle attività del sistema	5,0%	5,0%
Futuri aumenti retributivi	4,1%	4,1%
Futuri aumenti pensionistici	4,1%	4,1%

c) Erogazioni a titolo di malattia e infortunio

La Banca eroga inoltre indennità post-pensionistiche non finanziate a titolo di malattia e infortunio, sulla base di una permanenza minima in servizio di dieci anni. La metodologia impiegata per la determinazione dei costi e delle obbligazioni rivenienti da questo schema, nonché le ipotesi attuariali utilizzate per il calcolo delle relative indennità, sono identiche a quelle del sistema pensionistico, ad eccezione di un'ipotesi addizionale che postula un tasso d'inflazione annuo del 5,0% per il comparto dell'assistenza sanitaria.

Le variazioni dei conti durante l'esercizio finanziario sono state le seguenti:

	2002	2003
Saldo negativo iniziale	48,2	52,4
Differenze di cambio	1,3	12,5
Imputazione al Conto profitti e perdite	5,2	6,3
Contributi corrisposti	(2,3)	(2,5)
Saldo negativo finale	52,4	68,7
Perdita attuariale non riconosciuta	–	16,2
Valore attuale delle obbligazioni	52,4	84,9

d) Piano di risparmio

La Banca ha gestito fino al 31 marzo 2003 un Piano di risparmio per il personale, che consisteva in un fondo separato sostanzialmente simile al Fondo pensione. Le contribuzioni della Banca al Piano venivano imputate al Conto profitti e perdite, mentre le relative passività figuravano tra le Posizioni fuori bilancio. Il 1° aprile 2003 il Piano è stato abolito, e in pari data sono state regolate le corrispondenti obbligazioni in essere.

15. Posizioni fuori bilancio

a) *Strumenti derivati*

Nel normale corso della sua attività la Banca effettua transazioni in strumenti finanziari derivati – fra cui contratti in cambi a termine, swap su valute e tassi d'interesse, forward rate agreement, futures e opzioni – impiegati a copertura di esposizioni di tasso d'interesse e di cambio della Banca dal lato dell'attivo e del passivo. La Banca applica alle posizioni fuori bilancio gli stessi criteri di valutazione del rischio creditizio adottati per tutte le altre forme di investimento.

Ammontare di capitale nozionale

	2002	2003
Contratti su valute:		
Riporti e contratti a termine in cambi	4 704,2	17 859,6
Swap su valute	5 438,0	7 083,1
Opzioni	207,9	462,8
Contratti su tassi d'interesse:		
Swap su tassi d'interesse	69 767,5	85 813,8
Forward rate agreement e futures	29 837,1	36 554,4
Opzioni	–	397,7

L'ammontare di capitale nozionale o negoziato dei vari strumenti derivati riflette la misura in cui la Banca opera sui rispettivi mercati, ma non fornisce alcuna indicazione sul rischio di credito o di mercato cui è esposta la Banca stessa. Il costo di sostituzione lordo di tutti i contratti con valore intrinseco positivo ai prezzi correnti di mercato al 31 marzo 2003 ammontava a FO 2 838,1 milioni (2002: FO 1 601,3 milioni).

b) *Operazioni fiduciarie*

Le operazioni fiduciarie non compaiono in bilancio, poiché esse sono effettuate per conto e a rischio della clientela, sebbene a nome della Banca.

	2002	2003
Valore nominale dei titoli detenuti a fronte di:		
contratti di custodia	4 351,0	5 876,5
contratti di pegno	2 555,0	2 515,1
mandati di gestione di portafoglio	1 235,0	1 526,8
	8 141,0	9 918,4
Oro detenuto in custodia (in tonnellate)	170	168

Gli strumenti finanziari detenuti a fronte degli accordi di cui sopra sono custoditi presso depositari esterni (banche centrali o istituzioni commerciali).

16. Passività eventuali

Alcuni ex azionisti privati hanno espresso insoddisfazione riguardo all'importo dell'indennità che è loro corrisposta dalla Banca in connessione con il riscatto obbligatorio delle azioni non detenute da banche centrali – si veda la Nota 9 a).

Nell'ambito delle azioni intentate da ex azionisti della Banca dinanzi al Tribunale arbitrale dell'Aia, il 22 novembre 2002 quest'organo ha emesso una sentenza arbitrale parziale che, nel confermare la legittimità del riscatto obbligatorio, dispone nondimeno un incremento dell'indennità. Il Tribunale ha stabilito che gli ex azionisti privati hanno titolo a ricevere una quota proporzionale al valore netto delle attività della Banca, scontato peraltro del 30%. Questo metodo è equivalente a quello applicato dalla BRI alle nuove sottoscrizioni di azioni da parte di banche centrali. La Banca ha ribadito la sua precedente dichiarazione, secondo cui essa si conformerà alla decisione del Tribunale arbitrale su base volontaria per il regolamento definitivo di tutte le posizioni nei confronti della totalità degli ex azionisti privati iscritti nei registri della Banca. L'ammontare esatto dell'indennità addizionale sarà determinato dal Tribunale arbitrale dopo gli ulteriori procedimenti da tenere nel corso del 2003. La BRI stima questa indennità addizionale dovuta nella misura di 4 868 franchi svizzeri per azione, corrispondenti – per le 74 952 azioni riacquistate – a un totale di FO 138,7 milioni; tale importo si rispecchia nel maggiore ammontare della voce "Azioni proprie" nella Situazione patrimoniale. Gli instanti contestano l'ammontare unitario stimato dalla Banca, sostenendo che il Tribunale dovrebbe riconoscere loro un'indennità addizionale che, in termini aggregati, supererebbe di circa FO 100 milioni la cifra prevista dalla Banca.

Nell'ambito dell'azione promossa da un gruppo separato di ex azionisti privati, nel marzo 2003 il Tribunal de Commerce di Parigi ha accertato con pronuncia preliminare (senza entrare nel merito) la propria competenza a giudicare in ordine ai diritti vantati dai predetti azionisti a ottenere un aumento dell'indennità. La Banca ha presentato ricorso dinanzi alla Cour d'appel di Parigi per una revisione della decisione procedurale di prima istanza, asserendo che il Tribunale arbitrale dell'Aia ha competenza esclusiva in materia. Di conseguenza, la Banca non ha provveduto a effettuare accantonamenti specifici a fronte di tali rivendicazioni.

Relazione dei Revisori dei conti

Relazione dei Revisori dei conti
al Consiglio di amministrazione e all'Assemblea generale
della Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea

Abbiamo verificato la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, ivi comprese le relative Note, della Banca dei Regolamenti Internazionali. La Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite sono stati predisposti dalla Direzione della Banca in conformità dello Statuto e dei principi di valutazione descritti nei Criteri contabili rilevanti delle Note esplicative. Il nostro mandato ai sensi dello Statuto della Banca è quello di formulare, in base alla nostra revisione, un giudizio indipendente sulla Situazione patrimoniale e sul Conto profitti e perdite, e di riferire tale giudizio al Consiglio e all'Assemblea generale.

La nostra revisione ha compreso l'esame a campione dei riscontri documentali degli importi indicati nella Situazione patrimoniale, nel Conto profitti e perdite e nelle relative Note. Abbiamo ricevuto tutte le informazioni e le spiegazioni da noi richieste al fine di accertare che la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite sono esenti da errori sostanziali, e riteniamo che la revisione da noi compiuta fornisca una base adeguata per il nostro giudizio.

A nostro giudizio, la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, comprese le relative Note, sono stati redatti in modo appropriato e forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca dei Regolamenti Internazionali al 31 marzo 2003, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data, e sono pertanto conformi allo Statuto della Banca.

PricewaterhouseCoopers AG

Ralph R. Reinertsen

Anthony W. Travis

Basilea, 12 maggio 2003

Situazioni contabili pro forma (non certificate)

Introduzione

All'Assemblea generale straordinaria (AGS) della BRI tenutasi il 10 marzo 2003 è stato deciso di adottare come unità di conto della Banca, in luogo del franco oro, il diritto speciale di prelievo (DSP) nella definizione del Fondo monetario internazionale, con decorrenza dal 1° aprile 2003. La modifica è stata introdotta allo scopo di favorire una gestione più efficiente delle operazioni e del capitale economico della Banca e di accrescere la trasparenza delle sue situazioni contabili.

Conseguenze della transizione al DSP

La transizione dal franco oro al DSP¹ implica la conversione in diritti speciali di prelievo degli importi in franchi oro in cui è stato espresso il patrimonio della Banca. L'AGS ha deciso di arrotondare per difetto a DPS 5 000 il valore nominale delle azioni rispetto all'ammontare esatto risultante dalla conversione (DPS 5 696 al 31 marzo 2003). In seguito alla riduzione del 12,2% del capitale azionario, l'eccedenza – pari a DSP 92,1 milioni al 31 marzo 2003 – è stata trasferita dal capitale versato ai fondi di riserva della Banca. Tale modifica non produce alcun effetto sul patrimonio netto della BRI.

Modifiche dei criteri contabili

La Banca ha colto questa opportunità per rivedere i criteri contabili applicati al fine di allinearli più strettamente alla propria operatività. Talune modifiche hanno interessato le situazioni contabili in franchi oro certificate dai Revisori. L'adozione del DSP come unità di conto della BRI ha facilitato l'introduzione di alcuni ulteriori cambiamenti che sono entrati in vigore il 1° aprile 2003. Tali cambiamenti, descritti più oltre, rispecchiano in maniera migliore la posizione finanziaria e la performance della Banca.

Allo scopo di riflettere il crescente orientamento al mercato dell'operatività della Banca, gli strumenti finanziari e l'oro verranno computati in bilancio al rispettivo valore di mercato, o fair value, alla data contabile, anziché ammortizzati al costo storico nel giorno di valuta. Gli strumenti finanziari derivati saranno imputati sia all'attivo che al passivo della Situazione patrimoniale al

¹ Un DSP equivale alla somma di \$USA 0,577, €0,426, ¥21,0 e £0,0984, ai sensi della Regola O-1 adottata dal Comitato esecutivo del Fondo monetario internazionale il 29 dicembre 2000 con effetto dal 1° gennaio 2001; questa decisione è soggetta a revisione ogni cinque anni.

loro valore equo lordo. Gli utili e le perdite sulle operazioni di negoziazione della Banca verranno registrati nel Conto profitti e perdite in base al valore di mercato. La composizione per valuta delle attività designate fra quelle finanziate dal capitale azionario (fondi propri) della Banca è stata rivista con decorrenza 31 marzo 2003 per allinearla a quella del paniere valutario del DSP. Le differenze risultanti dalla conversione valutaria saranno imputate al Conto profitti e perdite. I conseguenti utili forniranno un quadro migliore della performance economica del portafoglio bancario, gestito con contenuti rischi di tasso d'interesse, di valuta e di trasformazione delle scadenze. Verranno inoltre accantonate riserve a fronte degli utili non realizzati sui titoli del portafoglio di investimento della Banca e sull'oro di sua proprietà.

Raccordo delle situazioni contabili pro forma

Nel raccordare gli importi in franchi oro della Situazione patrimoniale e del Conto profitti e perdite certificati dai Revisori con quelli delle situazioni contabili in DSP di cui sopra viene impiegata la seguente metodologia:

- (i) gli importi in franchi oro sono convertiti in DSP al tasso di cambio del 31 marzo 2003 (secondo l'equivalenza $1 \text{ DSP} = \text{FO } 0,7072146$ o $\text{\$USA } 1,3730456$);
- (ii) apposite rettifiche di valore sono effettuate a fronte della diversa valutazione delle attività e passività della Banca risultante dalle modifiche dei criteri contabili sopra descritte;
- (iii) sono effettuati trasferimenti:
 - a) dal capitale azionario ai fondi di riserva, per l'importo corrispondente alla riduzione del valore nominale unitario delle azioni della Banca a DSP 5 000;
 - b) del saldo del conto Rettifiche di valore ai fondi di riserva, a fronte delle cennate modifiche dei criteri contabili sulle differenze di cambio;
 - c) dai fondi di riserva al Conto rivalutazione oro, per farvi confluire l'eccedenza del valore di mercato dell'oro della Banca ($\text{\$USA } 335,18$ l'oncia) rispetto al suo valore precedente ($\text{\$USA } 208$ l'oncia);
- (iv) sono apportate ulteriori correzioni al duplice scopo di rispecchiare le modifiche nella contabilizzazione delle attività e passività della Banca in base alla data contabile, in luogo di quella di valuta precedentemente impiegata nei conti della BRI, e di evidenziare su base lorda anziché netta i saldi afferenti agli strumenti derivati della Banca.

Raccordo pro forma della Situazione patrimoniale (non certificato)

al 31 marzo 2003

(in milioni di diritti speciali di prelievo)

Colonne/Note	Situazione patrimoniale (in FO)	Conversione in DSP	Rivalutazioni	Riclassificazioni	Correzione per la data contabile	Situazione patrimoniale (in DSP)
	1	2	3	4	5	6
Attivo						
Oro	3 299,6	4 665,6	2 876,4	–	–	7 542,0
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	3 041,5	4 300,7	–	–	–	4 300,7
Buoni del Tesoro	14 027,3	19 834,6	0,6	–	889,4	20 724,6
Depositi vincolati e anticipazioni in valute	40 209,1	56 855,6	48,3	–	1 824,2	58 728,1
Titoli acquistati pronti contro termine	5 302,2	7 497,3	–	–	4 757,7	12 255,0
Titoli di Stato e altri titoli	26 791,0	37 882,4	737,5	–	112,7	38 732,6
Strumenti finanziari derivati	–	–	3 966,1	–	–	3 966,1
Terreno, immobili, arredi e attrezzature	138,9	196,4	–	–	–	196,4
Partite varie	21,7	30,7	–	–	3 143,2	3 173,9
Totale dell'attivo	92 831,3	131 263,3	7 628,9	–	10 727,2	149 619,4
Passivo						
Capitale versato	330,7	467,6	285,9	(92,1)	–	661,4
Riserve (dopo la ripartizione dell'utile netto)	5 240,5	7 410,1	623,4	(49,8)	(2,5)	7 981,2
Azioni proprie	(522,7)	(739,1)	–	–	–	(739,1)
Conto rivalutazione titoli	–	–	357,0	–	–	357,0
Conto rivalutazione oro	–	–	–	571,6	–	571,6
Rettifiche di valore	303,9	429,7	–	(429,7)	–	–
Capitale azionario	5 352,4	7 568,3	1 266,3	–	(2,5)	8 832,1
Depositi						
<i>Oro</i>	<i>2 638,4</i>	<i>3 730,7</i>	<i>2 291,9</i>	<i>–</i>	<i>–</i>	<i>6 022,6</i>
<i>Valute</i>	<i>83 759,4</i>	<i>118 435,6</i>	<i>1 595,8</i>	<i>–</i>	<i>2 487,4</i>	<i>122 518,8</i>
	86 397,8	122 166,3	3 887,7	–	2 487,4	128 541,4
Titoli ceduti pronti contro termine	51,8	73,2	–	–	–	73,2
Strumenti finanziari derivati	–	–	3 234,4	–	–	3 234,4
Partite varie	960,6	1 358,4	(759,5)	–	8 242,3	8 841,2
Dividendo	68,7	97,1	–	–	–	97,1
Totale del passivo	92 831,3	131 263,3	7 628,9	–	10 727,2	149 619,4

Note al raccordo pro forma della Situazione patrimoniale

1. Le cifre di questa colonna corrispondono agli importi in franchi oro della Situazione patrimoniale certificata dai Revisori al 31 marzo 2003, e presuppongono che siano accolte le raccomandazioni del Consiglio in tema di trasferimenti ai fondi di riserva.
2. Le cifre di questa colonna corrispondono alla conversione in DSP di quelle in franchi oro di cui alla colonna 1, al tasso di cambio alla data della Situazione patrimoniale secondo l'equivalenza DSP 1 = FO 0,7072146 (DSP 1 = \$USA 1,3730456).
3. Le rettifiche riportate in questa colonna si riferiscono essenzialmente alle rivalutazioni:
 - a) dell'oro, dall'equivalente di \$USA 208 l'oncia al suo valore di mercato al 31 marzo 2003, pari a DSP 244,11 (\$USA 335,18);
 - b) degli strumenti finanziari in valute, dal costo storico ammortizzato al loro valore di mercato basato sul corso medio. Il saldo del Conto rivalutazione titoli rappresenta l'eccedenza non realizzata della rivalutazione dei titoli nel portafoglio di investimento;
 - c) degli strumenti derivati, al loro valore equo. Dal 1° aprile 2003 le attività e passività in strumenti derivati (principalmente contratti su valute e tassi d'interesse) vengono riportate separatamente al loro valore equo su entrambi i lati della Situazione patrimoniale. Secondo i criteri contabili adottati dalla Banca fino al 31 marzo 2003, esse venivano compensate e il relativo saldo imputato alle Partite varie dell'attivo o del passivo.
4. Le cifre di questa colonna comprendono:
 - a) l'arrotondamento per difetto della quota di capitale azionario versato a DSP 1 250 per azione risultante dalla riduzione del valore nominale unitario delle azioni della Banca a DSP 5 000, nonché il trasferimento della conseguente eccedenza di DSP 92,1 milioni dal capitale azionario alle riserve. Tale arrotondamento non comporta modifiche al capitale e alle riserve totali della Banca;
 - b) il trasferimento del saldo del conto Rettifiche di valore alle riserve. Dal 1° aprile 2003 le differenze di cambio sulle conversioni valutarie saranno imputate al Conto profitti e perdite;
 - c) il trasferimento dai fondi di riserva al Conto rivalutazione oro dell'eccedenza fra il valore di mercato dell'oro di proprietà della Banca e il precedente valore in franchi oro basato sul prezzo di \$USA 208 l'oncia.
5. Le cifre di questa colonna rispecchiano la modifica della contabilizzazione delle attività e passività della Banca in base alla data contabile, anziché a quella di valuta come avveniva in precedenza.
6. Le cifre di questa colonna rappresentano gli importi finali in DSP della Situazione patrimoniale pro forma e corrispondono alla somma delle colonne da 2 a 5.

Raccordo pro forma del Conto profitti e perdite (non certificato)

per l'anno finanziario chiuso il 31 marzo 2003
(in milioni di diritti speciali di prelievo)

Colonne/Note	Conto profitti e perdite (in FO)	Conversione in DSP	Rivalutazioni	Trasferimenti	Correzione per la data contabile	Conto profitti e perdite (in DSP)
	1	2	3	4	5	6
Interessi netti e altri proventi di gestione	352,1	497,9	66,0	-	(2,5)	561,4
Meno: spese di amministrazione	(98,3)	(139,1)	-	-		(139,1)
Utile operativo	253,8	358,8	66,0	-	(2,5)	422,3
Utili dalla vendita di titoli del portafoglio di investimento	108,2	153,0	-	-	-	153,0
Utile netto dell'esercizio finanziario	362,0	511,8	66,0	-	(2,5)	575,3
Dividendo	(68,7)	(97,2)	-	-		(97,2)
Trasferimento ai fondi di riserva	293,3	414,6	66,0	-	(2,5)	478,1

Note al raccordo pro forma del Conto profitti e perdite

1. Le cifre di questa colonna sono tratte dal Conto profitti e perdite in franchi oro certificato dai Revisori per l'esercizio chiuso il 31 marzo 2003.
2. Le cifre in DSP di questa colonna derivano dalla conversione degli importi in franchi oro di cui alla colonna 1 al tasso di cambio alla data del bilancio, pari a DSP 1 = FO 0,7072146 (DSP 1 = \$USA 1,3730456).
3. Questa colonna riporta le variazioni ai profitti netti non realizzati su attività, passività e strumenti derivati nel portafoglio di negoziazione della Banca. Dal 1° aprile 2003 le rettifiche al valore di mercato di tali attività, passività e strumenti derivati saranno imputate al Conto profitti e perdite.
4. Non sono stati effettuati trasferimenti fra le poste del Conto profitti e perdite.
5. Queste cifre rappresentano gli effetti dell'adozione del criterio basato sulla data contabile, nonché la rivalutazione delle attività acquistate al loro valore medio di mercato.
6. Le cifre di questa colonna rappresentano gli importi finali in DSP del Conto profitti e perdite pro forma e corrispondono alla somma delle colonne da 2 a 5.

Sommario della Situazione patrimoniale negli ultimi cinque esercizi

(in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1999	2000	2001	2002	2003
Oro	3 878,7	3 505,8	3 521,1	3 209,9	3 299,6
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	8,3	11,4	20,3	3 292,3	3 041,5
Buoni del Tesoro	7 314,0	7 853,9	4 597,8	9 588,1	14 027,3
Depositi vincolati e anticipazioni in valute	32 423,0	41 853,9	44 796,4	45 538,0	40 209,1
Titoli acquistati pronti contro termine	276,0	1 268,1	3 882,0	1 660,7	5 302,2
Titoli di Stato e altri titoli	22 167,9	20 139,9	18 339,5	23 610,9	26 791,0
Terreno, immobili, arredi e attrezzature	124,7	120,7	113,2	115,4	138,9
Partite varie dell'attivo	44,5	82,0	783,7	699,1	21,7
Totale dell'attivo	66 237,1	74 835,7	76 054,0	87 714,4	92 831,3
Capitale versato	323,2	330,7	330,7	330,7	330,7
Riserve (dopo la ripartizione dell'utile netto d'esercizio)	4 305,0	4 526,6	4 731,3	4 947,2	5 240,5
Azioni proprie	–	–	(384,0)	(384,0)	(522,7)
Rettifiche di valore	268,0	198,4	56,2	24,1	303,9
Capitale azionario	4 896,2	5 055,7	4 734,2	4 918,0	5 352,4
Depositi					
<i>Oro</i>	<i>3 192,6</i>	<i>2 820,2</i>	<i>2 842,3</i>	<i>2 531,4</i>	<i>2 638,4</i>
<i>Valute</i>	<i>57 705,8</i>	<i>65 903,7</i>	<i>67 274,8</i>	<i>79 486,4</i>	<i>83 759,4</i>
	60 898,4	68 723,9	70 117,1	82 017,8	86 397,8
Titoli ceduti pronti contro termine	121,5	103,0	990,6	660,0	51,8
Partite varie del passivo	263,6	898,4	163,5	66,0	960,6
Dividendo	57,4	54,7	48,6	52,6	68,7
Totale del passivo	66 237,1	74 835,7	76 054,0	87 714,4	92 831,3

Le cifre relative agli esercizi finanziari precedenti sono state rettificate per tener conto delle modifiche dei criteri contabili in materia di vendite dei titoli del portafoglio di investimento detenuti come mezzi propri, nonché degli accantonamenti e delle obbligazioni relative al sistema pensionistico.

Sommario del Conto profitti e perdite negli ultimi cinque esercizi

(in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1999	2000	2001	2002	2003
Interessi netti e altri proventi di gestione	365,2	380,6	322,4	259,6	352,1
Meno: spese di amministrazione					
<i>Consiglio di amministrazione</i>	1,3	1,2	1,1	0,9	1,2
<i>Direzione e personale</i>	46,0	47,4	40,4	47,2	65,6
<i>Funzionamento degli uffici e altre spese</i>	18,6	19,4	21,6	19,9	22,0
Spese di amministrazione esclusi gli ammortamenti	65,9	68,0	63,1	68,0	88,8
<i>Ammortamenti</i>	6,0	7,6	8,1	8,8	9,5
	71,9	75,6	71,2	76,8	98,3
Utile operativo	293,3	305,0	251,2	182,8	253,8
Utili sulle vendite di titoli del portafoglio di investimento detenuti come mezzi propri	124,1	(81,4)	2,1	85,7	108,2
Utile netto dell'esercizio finanziario	417,4	223,6	253,3	268,5	362,0
Dividendo	57,4	54,7	48,6	52,6	68,7
Trasferimenti ai fondi di riserva	360,0	168,9	204,7	215,9	293,3

Le cifre relative agli esercizi finanziari precedenti sono state rettificatae per tener conto delle modifiche dei criteri contabili in materia di vendite dei titoli del portafoglio di investimento detenuti come mezzi propri, nonché degli accantonamenti e delle obbligazioni relative al sistema pensionistico.

Consiglio di amministrazione

Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam
Presidente del Consiglio di amministrazione,
Presidente della Banca

Lord Kingsdown, Londra
Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Vincenzo Desario, Roma
David Dodge, Ottawa
Antonio Fazio, Roma
Toshihiko Fukui, Tokyo
Sir Edward George, Londra
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Parigi
Lars Heikensten, Stoccolma
Guy Quaden, Bruxelles
Jean-Pierre Roth, Zurigo
Hans Tietmeyer, Francoforte sul Meno
Jean-Claude Trichet, Parigi
Alfons Vicomte Verplaetse, Bruxelles
Ernst Welteke, Francoforte sul Meno

Sostituti

Bruno Bianchi o Vincenzo Pontolillo, Roma
Roger W. Ferguson o Karen H. Johnson, Washington
Peter Praet o Jan Smets, Bruxelles
Jürgen Stark o Stefan Schönberg, Francoforte sul Meno
Marc-Olivier Strauss-Kahn o Michel Cardona, Parigi
Paul Tucker o Paul Fisher, Londra

Sottocomitati del Consiglio di amministrazione

Comitato consultivo
Comitato di revisione

entrambi presieduti da Lord Kingsdown

Dirigenti della Banca

Malcolm D. Knight	Direttore Generale
André Icard	Condirettore Generale
Gunter D. Baer	Segretario Generale, Capo di Dipartimento
William R. White	Consigliere Economico, Capo del Dipartimento Monetario ed Economico
Robert D. Sleeper	Capo del Dipartimento Bancario
Renato Filosa	Direttore, Dipartimento Monetario ed Economico
Mario Giovanoli	Consigliere Giuridico, Direttore
Günter Pleines	Vice Capo del Dipartimento Bancario
Peter Dittus	Vice Segretario Generale
Josef Tošovský	Presidente, Istituto per la stabilità finanziaria

Banche centrali membri della BRI

Saudi Arabian Monetary Agency	Latvijas Banka (Lettonia)
Banco Central de la República Argentina	Lietuvos Bankas (Lituania)
Reserve Bank of Australia	Bank Negara Malaysia
Österreichische Nationalbank	Banco de México
Banque Nationale de Belgique/ Nationale Bank van België	Norges Bank (Norvegia)
Centralna Banka Bosne i Hercegovine	De Nederlandsche Bank
Banco Central do Brasil	Narodowy Bank Polski (Polonia)
Bulgarian National Bank	Banco de Portugal
Bank of Canada/Banque du Canada	Bank of England
The People's Bank of China	Ceská národní banka (Repubblica ceca)
The Bank of Korea	Narodna Banka na Republika Makedonija
Hrvatska narodna banka (Croazia)	Národná Banka Slovenska
Danmarks Nationalbank	Banca Natională a României
Eesti Pank (Estonia)	Central Bank of the Russian Federation
Suomen Pankki/Finlands Bank (Finlandia)	Monetary Authority of Singapore
Banque de France	Banka Slovenije (Slovenia)
Deutsche Bundesbank	Banco de España
Bank of Japan	Board of Governors of the Federal Reserve System
Bank of Greece	South African Reserve Bank
Hong Kong Monetary Authority	Sveriges Riksbank
Reserve Bank of India	Banca Nazionale Svizzera
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	Bank of Thailand
Seðlabanki Islands (Islanda)	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Banca d'Italia	Magyar Nemzeti Bank (Ungheria)
Narodna Banka Jugoslavije ¹	Banca centrale europea

¹ In seguito alle modifiche costituzionali che, nel febbraio 2003, hanno trasformato la Repubblica Federale di Jugoslavia nell'Unione degli Stati di Serbia e Montenegro, con due distinte banche centrali, è attualmente allo studio una revisione dello status giuridico dell'emissione iugoslava nel capitale della BRI.

