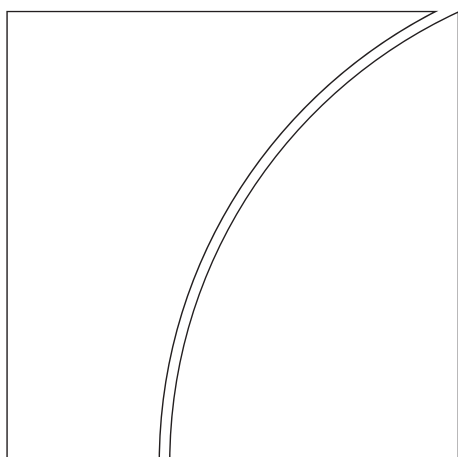




BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



# **74<sup>a</sup> Relazione annuale**

1° aprile 2003–31 marzo 2004

Basilea, 28 giugno 2004

Copie delle pubblicazioni sono disponibili presso:

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

E-mail: [publications@bis.org](mailto:publications@bis.org)

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

© Banca dei Regolamenti Internazionali 2004. 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 92-9131-470-6 (stampa)

ISBN 92-9197-470-6 (online)

Pubblicata anche in francese, inglese, spagnolo e tedesco.  
Disponibile sul sito Internet della BRI ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

# Indice

Lettera di presentazione .....	1
<b>I. Introduzione: è tempo di ripensare le politiche? .....</b>	<b>3</b>
Finalmente la crescita accelera .....	4
Ulteriori sviluppi – alcuni previsti, altri meno .....	8
<b>II. Gli andamenti nelle economie industriali avanzate .....</b>	<b>12</b>
Aspetti salienti .....	12
La ripresa globale nel 2003 .....	13
<i>Accelerazione della crescita</i> .....	13
<i>Diversa composizione della crescita</i> .....	15
<i>Prospettive a breve termine</i> .....	17
Prospettive per la produttività .....	19
<i>Livelli di produttività</i> .....	19
<i>Crescita della produttività</i> .....	20
<i>Misure della produttività nel settore delle imprese</i> .....	21
<i>Uno sguardo al futuro</i> .....	23
Inflazione .....	24
<i>Le prospettive per l'inflazione</i> .....	25
I bilanci del settore privato .....	26
<i>Imprese</i> .....	26
<i>Famiglie</i> .....	27
Prospettive per la finanza pubblica .....	29
<i>Timori per la debolezza delle posizioni di bilancio</i> .....	29
<i>Il problema dell'invecchiamento della popolazione</i> .....	31
Andamento dei conti correnti .....	32
<i>Ampliamento degli squilibri globali di parte corrente</i> .....	32
<i>Significative incertezze nel medio termine</i> .....	34
<i>Processo di aggiustamento</i> .....	36
<b>III. Gli andamenti nelle economie di mercato emergenti .....</b>	<b>39</b>
Aspetti salienti .....	39
Ripresa degli afflussi di capitali .....	41
<i>Determinanti dei recenti afflussi di capitali</i> .....	42
<i>La questione della sostenibilità dei flussi di capitale</i> .....	45
Tassi di cambio e accumulazione di riserve .....	45
<i>Risposte sul piano delle politiche</i> .....	45
<i>Sfide per il futuro</i> .....	48
Domanda e spesa delle famiglie alimentate dal credito .....	50
<i>Rischi di sovraindebitamento</i> .....	52
<i>Rischi di surriscaldamento dei mercati immobiliari</i> .....	53
<i>Linee di azione e questioni irrisolte</i> .....	54
Boom economico in Cina e India .....	55
<i>Origini della recente espansione in Cina</i> .....	55

<i>Implicazioni regionali e mondiali</i> .....	56
<i>Sostenibilità dell'attuale espansione</i> .....	57
<i>Accelerazione della crescita in India</i> .....	59
Mercati e prezzi delle materie prime .....	61
<i>Sviluppi recenti e tendenze di lungo periodo</i> .....	61
<i>Potenziali implicazioni sul piano delle politiche</i> .....	64
IV. La politica monetaria nelle economie industriali avanzate .....	67
Aspetti salienti .....	67
Rassegna degli sviluppi .....	68
<i>Stati Uniti</i> .....	68
<i>Area dell'euro</i> .....	71
<i>Giappone</i> .....	73
<i>Paesi con obiettivi di inflazione</i> .....	75
Liquidità globale: il ruolo della politica monetaria nel G3 .....	78
La comunicazione nella politica monetaria .....	81
<i>L'importanza di una buona comunicazione</i> .....	81
<i>Tendenze verso una maggiore apertura</i> .....	83
<i>Valutazione dell'esperienza storica</i> .....	84
<i>Differenti strategie di comunicazione</i> .....	85
<i>Problematiche inerenti alla comunicazione</i> .....	86
V. Gli andamenti nei mercati dei cambi .....	89
Aspetti salienti .....	89
Movimenti di cambio: dinamiche .....	90
Movimenti di cambio: determinanti .....	93
<i>Disavanzo corrente degli Stati Uniti</i> .....	94
<i>Differenziali di tasso di interesse</i> .....	95
<i>Politiche di cambio in Asia</i> .....	97
Finanziamento degli squilibri esterni e ruolo delle riserve valutarie .....	99
<i>Finanziamento dei disavanzi correnti nei paesi industriali dal 1973</i> .....	99
<i>Ruolo delle riserve valutarie</i> .....	103
VI. I mercati finanziari .....	108
Aspetti salienti .....	108
Curve dei rendimenti e politica monetaria .....	108
<i>Curve dei rendimenti e aspettative</i> .....	109
<i>Ondata di vendite nell'estate 2003</i> .....	111
<i>Mutevoli correlazioni tra i mercati obbligazionari</i> .....	113
<i>Accumulo di riserve ufficiali</i> .....	114
<i>Occupazione dei settori non agricoli e rendimenti obbligazionari USA</i> .....	114
<i>Funzionamento dei mercati in un contesto di bassi tassi di interesse</i> .....	115
Mercati azionari e propensione al rischio .....	116
<i>Ruolo delle grandezze fondamentali</i> .....	117
<i>Ruolo della propensione al rischio degli investitori</i> .....	119
Mercati delle obbligazioni societarie e rischio di credito .....	120
<i>Miglioramento delle grandezze fondamentali</i> .....	122
<i>Aumento della propensione al rischio</i> .....	123
Finanziamento esterno dei mercati emergenti .....	124
<i>Vulnerabilità a mutamenti nelle condizioni di finanziamento</i> .....	125
<i>Ristrutturazioni del debito</i> .....	127
Cause e implicazioni della ricerca di rendimento .....	128
<i>Obiettivi di rendimento nominale</i> .....	129
<i>Ruolo delle emissioni di CDO a fini di arbitraggio</i> .....	130
<i>Implicazioni della ricerca di rendimento</i> .....	131

VII. Il settore finanziario .....	133
Aspetti salienti .....	133
Andamento del settore finanziario .....	133
<i>Banche commerciali</i> .....	134
<i>Il sistema bancario giapponese</i> .....	136
<i>Attività di merchant banking</i> .....	138
<i>Il settore assicurativo</i> .....	139
Fattori alla base del buon andamento .....	140
<i>Fattori ciclici</i> .....	140
<i>Fattori strutturali</i> .....	142
<i>Ristrutturazione del settore bancario</i> .....	142
<i>Operatività al dettaglio</i> .....	144
<i> Mercati per il trasferimento del rischio</i> .....	144
Maggiore propensione al rischio .....	146
<i>Manifestazioni della propensione al rischio</i> .....	146
<i>Fattori alla base della maggiore assunzione di rischio</i> .....	148
<i>Pericoli potenziali</i> .....	149
Debito delle famiglie e stabilità finanziaria .....	150
VIII. Conclusioni: cambiamento, incertezza e governo delle politiche .....	154
Sarà un'espansione sostenibile? .....	155
Politiche per promuovere la stabilità monetaria e finanziaria .....	161
Organizzazione, governance, attività della Banca .....	171
Consiglio di amministrazione .....	201
Dirigenti della Banca .....	202
Banche centrali membri della BRI .....	204
Situazioni dei conti .....	205
Relazione dei Revisori dei conti .....	229
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni .....	230

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra il 4 e il 10 giugno 2004.

## Grafici

II.1	Tasso di interesse reale, saldo di bilancio strutturale e output gap . .	14
II.2	Quota dei profitti e tasso di risparmio . . . . .	16
II.3	Indicatori di sottoimpiego nell'economia USA . . . . .	17
II.4	Fasi di ripresa negli Stati Uniti: un raffronto . . . . .	18
II.5	Andamento della produttività totale dei fattori (PTF) . . . . .	23
II.6	Variazioni dell'inflazione e output gap, 1979–2004 . . . . .	26
II.7	Indebitamento dei settori . . . . .	27
II.8	Saldi finanziari dei settori . . . . .	33
II.9	Conto corrente, gap di domanda e tasso di cambio effettivo reale . .	36
III.1	Produzione industriale . . . . .	39
III.2	Determinanti dei flussi di capitale verso le economie emergenti . . . .	43
III.3	Tassi di cambio effettivi nominali . . . . .	46
III.4	Tassi di interesse a breve in Asia . . . . .	48
III.5	Credito alle famiglie e prezzi immobiliari . . . . .	51
III.6	Cina: domanda di importazioni . . . . .	57
III.7	Cina: investimenti, moneta, credito e prezzi . . . . .	58
III.8	Settore delle tecnologie informatiche in India . . . . .	60
III.9	Prezzi delle materie prime e tasso di cambio effettivo nominale USA	62
III.10	Prezzi reali delle materie prime non petrolifere in retrospettiva storica	63
III.11	Esportatori di prodotti primari e volatilità della crescita del PIL . . . . .	65
IV.1	Indicatori economici per gli Stati Uniti . . . . .	68
IV.2	“Strategie di uscita” negli Stati Uniti . . . . .	70
IV.3	Indicatori economici per l'area dell'euro . . . . .	71
IV.4	Prezzi degli immobili residenziali corretti per l'inflazione . . . . .	73
IV.5	Indicatori economici per il Giappone . . . . .	74
IV.6	Stato patrimoniale della Bank of Japan . . . . .	75
IV.7	Inflazione e tassi ufficiali in paesi con obiettivi di inflazione espliciti .	76
IV.8	Tassi di cambio in paesi con obiettivi di inflazione espliciti . . . . .	77
IV.9	Politica monetaria e liquidità globale nel G3 . . . . .	78
IV.10	Errori nelle previsioni di mercato sulla politica monetaria . . . . .	84
IV.11	Reazione dei tassi di mercato alle decisioni di politica monetaria . . .	85
V.1	Tassi di cambio, volatilità implicita e risk reversal di dollaro, euro e yen . . . . .	90
V.2	Tassi di cambio in altri paesi industriali . . . . .	91
V.3	Tassi di cambio nei mercati emergenti . . . . .	91
V.4	Distribuzioni di probabilità del cambio del dollaro rispetto all'euro e allo yen . . . . .	92
V.5	Tassi di cambio effettivi nominali di dollaro, euro e yen . . . . .	93
V.6	Disavanzo del conto corrente USA e suo finanziamento . . . . .	94
V.7	Flussi di portafoglio fra le tre economie maggiori . . . . .	96
V.8	Impatto degli interventi sul mercato yen/dollaro . . . . .	98
V.9	Tassi a dodici mesi . . . . .	98
V.10	Aggiustamenti del conto corrente e flussi finanziari . . . . .	100
V.11	Aggiustamento del conto corrente e flussi finanziari negli Stati Uniti	102
VI.1	Tassi di interesse a breve e a lungo termine . . . . .	109
VI.2	Volatilità e premi a termine nei mercati del reddito fisso . . . . .	110
VI.3	Curve a termine . . . . .	111
VI.4	Titoli del Tesoro USA e titoli assistiti da ipoteca (MBS) . . . . .	112
VI.5	Previsioni di crescita, “sorprese” su dati macroeconomici e correlazioni nel mercato obbligazionario . . . . .	113
VI.6	Impatto sui rendimenti dei titoli del Tesoro USA delle “sorprese” relative all'occupazione nei settori non agricoli . . . . .	115
VI.7	Funzionamento del mercato con bassi tassi di interesse . . . . .	116
VI.8	Mercati azionari . . . . .	117
VI.9	Crescita degli utili e annunci sui profitti . . . . .	119

VI.10	Volatilità e propensione al rischio nei mercati azionari . . . . .	120
VI.11	Spread creditizi . . . . .	121
VI.12	Raccolta nei mercati dei capitali . . . . .	121
VI.13	Merito di credito delle imprese . . . . .	122
VI.14	"Discriminazione" sui mercati del credito . . . . .	124
VI.15	Mercati emergenti . . . . .	125
VI.16	Indebitamento esterno dei mercati emergenti . . . . .	126
VI.17	Ricerca del rendimento . . . . .	130
VII.1	Prezzi relativi delle azioni bancarie . . . . .	134
VII.2	Espansione del credito . . . . .	134
VII.3	Il settore bancario in Giappone . . . . .	137
VII.4	Indicatori dell'attività di merchant banking . . . . .	138
VII.5	Compagnie di assicurazione: portafoglio azioni e performance . . . . .	139
VII.6	Mercati aperti dei valori immobiliari non residenziali . . . . .	142
VII.7	Mercati per il trasferimento del rischio creditizio . . . . .	145
VII.8	Volume del mercato secondario dei crediti . . . . .	145
VII.9	Prezzo del rischio sui mercati dei prestiti sindacati e obbligazionari . . . . .	147
VII.10	Liquidità e assunzione di rischio nelle maggiori banche d'affari . . . . .	147
VII.11	Coefficienti patrimoniali delle banche . . . . .	148
VII.12	Analisi di sensibilità degli indici del servizio del debito . . . . .	151

## Tabelle

II.1	Crescita e inflazione . . . . .	12
II.2	Contributi alla crescita mondiale . . . . .	13
II.3	Livelli di produttività . . . . .	20
II.4	Guadagni di produttività . . . . .	22
II.5	Interscambio mondiale e prezzi . . . . .	25
II.6	Indicatori fiscali nel 2003 . . . . .	30
II.7	Saldo dei conti correnti nelle principali regioni . . . . .	32
II.8	Risparmio e investimento . . . . .	34
III.1	Crescita del prodotto, inflazione e saldi di parte corrente . . . . .	40
III.2	Flussi netti di capitali privati verso le economie di mercato emergenti . . . . .	42
III.3	Riserve valutarie . . . . .	47
III.4	Aggregati monetari: crescita eccedente il PIL nominale . . . . .	49
III.5	Interscambio della Cina . . . . .	56
III.6	Prezzi di alcune merci (marzo 2004) . . . . .	61
IV.1	Informazioni fornite dalle banche centrali . . . . .	83
V.1	Tassi di cambio e differenziali di tasso di interesse . . . . .	95
V.2	Variazioni annuali delle riserve valutarie ufficiali . . . . .	97
V.3	Flussi finanziari e aggiustamenti del conto corrente . . . . .	100
V.4	Volatilità dei tassi di cambio e variazioni delle riserve . . . . .	104
V.5	Riserve valutarie e misure di adeguatezza . . . . .	105
VII.1	Risultato economico delle maggiori banche . . . . .	135
VII.2	Prezzi degli immobili non residenziali . . . . .	141
VII.3	Ristrutturazione del settore bancario . . . . .	143
VII.4	Prezzi degli immobili residenziali e debito delle famiglie . . . . .	150





## 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.



## 74<sup>a</sup> Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria  
della Banca dei Regolamenti Internazionali  
tenuta in Basilea il 28 giugno 2004*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la 74<sup>a</sup> Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 2004.

Questo è il primo esercizio finanziario in cui la Banca ha compilato le situazioni dei conti impiegando il diritto speciale di prelievo (DSP) quale unità di conto in sostituzione del franco oro. Al tempo stesso, ed è un aspetto che assume maggiore importanza a più lungo termine, la Banca ha perfezionato il proprio sistema di contabilizzazione, allineando maggiormente le procedure e l'informativa in materia contabile agli sviluppi intervenuti a livello internazionale in materia di reporting finanziario. Su questa base, l'utile netto di esercizio ammonta a DSP 536,1 milioni, a fronte di DSP 592,8 milioni del precedente esercizio; quest'ultimo importo è stato rettificato per rispecchiare le predette modifiche contabili. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 2003/04 sono riportati nella sezione "Utile netto e sua ripartizione", alle pagine 197-199. I criteri contabili rettificati sono illustrati nella Nota 2 delle situazioni dei conti, alle pagine 210-212, e il loro impatto finanziario è descritto nella Nota 31 alle pagine 225-228.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda altresì che il dividendo sia espresso per la prima volta in DSP. Esso propone pertanto che, in applicazione dell'Articolo 51 dello Statuto della Banca, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di DSP 104,0 milioni al pagamento di un dividendo di DSP 225 per azione, pagabile in una delle valute che compongono il DSP, oppure in franchi svizzeri.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti DSP 86,4 milioni al Fondo di riserva generale, DSP 20,5 milioni al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo – pari a DSP 325,2 milioni – al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 2003/04 sarà pagabile agli azionisti il 2 luglio 2004.

Basilea, 10 giugno 2004

MALCOLM D. KNIGHT  
Direttore Generale



## I. Introduzione: è tempo di ripensare le politiche?

All'indomani del rallentamento economico intervenuto agli inizi del 2001 è prevalso per non poco tempo un clima di delusione e perplessità, in quanto lo stimolo senza precedenti impartito dalle politiche monetaria e fiscale non era riuscito ancora a rinsaldare la crescita globale. Per le banche centrali era particolare fonte di inquietudine il fatto che alcuni dei principali canali di trasmissione dell'impulso monetario apparivano bloccati da un'accresciuta avversione al rischio dei mercati e delle istituzioni finanziarie. In seguito queste nubi si sono dissipate e i mercati finanziari sono tornati a mostrare ottimismo, sotto la perdurante spinta di politiche macroeconomiche estremamente accomodanti. In effetti, i tassi ufficiali delle maggiori economie industriali – a livelli dello 0, dell'1 e del 2% rispettivamente in Giappone, negli Stati Uniti e nell'area dell'euro – si sono situati o aggirati intorno ai valori minimi dell'era postbellica. A queste forze espansive si è aggiunto un altro andamento eccezionale: soprattutto allo scopo di evitare un apprezzamento della propria moneta rispetto al dollaro, numerosi paesi hanno compiuto massicci interventi sul mercato dei cambi nel periodo sotto rassegna. Inoltre, in molte economie emergenti le condizioni finanziarie si sono generalmente allentate.

Guardando in retrospettiva all'anno trascorso, come farà essenzialmente questa Introduzione, appare chiaro che tali politiche hanno avuto un ruolo chiave nel favorire una forte ripresa del prodotto mondiale. In quasi tutte le regioni, a parte l'area dell'euro, i ritmi di crescita sono risultati sensibilmente superiori a quelli previsti un anno fa. Inoltre, essi non hanno finora prodotto incrementi significativi dell'inflazione di base dei prezzi al consumo. Guardando in prospettiva, come faranno invece le Conclusioni di questa Relazione annuale, prevale l'opinione secondo cui questa felice combinazione di circostanze dovrebbe proseguire, sostenuta in particolare da un aumento relativamente forte della produttività in alcuni paesi industriali. Di che cosa ci si dovrebbe dunque preoccupare, a prescindere dal consueto problema degli errori di misurazione e dal fatto che le previsioni si rivelano giuste e sbagliate con egual frequenza?

Un potenziale pericolo potrebbe provenire da un'inattesa accelerazione della dinamica dei prezzi, come fanno forse già presagire i recenti forti rincari delle materie prime e la connessa inflazione in Cina. Un altro sarebbe la ricomparsa di bolle dei prezzi delle attività e di investimenti non redditizi, come è spesso accaduto in passati periodi di eccessiva espansione del credito. Di fatto, l'aumento degli spread sui titoli sovrani e su quelli privati ad alto rendimento registrato dall'aprile 2004 potrebbe persino essere il primo indizio che taluni eccessi latenti stiano in parte rientrando. Comunque si valuti la probabilità di tensioni finanziarie nel breve periodo, è chiaro che l'attuale livello di stimolo delle politiche non è sostenibile a lungo. Con

l'accentuarsi del ciclo, la sfida cruciale in capo alle autorità è come imprimere un orientamento restrittivo evitando al tempo stesso di destabilizzare un'economia mondiale che già palesa squilibri reali e finanziari di vario tipo.

Sorgono poi interrogativi di più lungo periodo circa le conseguenze profonde di tre sviluppi strutturali interattivi nel contesto globale in cui operano le politiche. Primo, la deregolamentazione e la globalizzazione dei mercati di beni e servizi hanno reso il mondo più produttivo e probabilmente meno inflazionistico. Secondo, la liberalizzazione finanziaria potrebbe avere acuito il pericolo di cicli esasperati del credito e dei prezzi delle attività. Terzo, è cresciuta l'enfasi posta dalle autorità sul controllo dell'inflazione, e la loro credibilità è aumentata. Alla luce dei primi due, quest'ultimo mutamento potrebbe implicare un assai minore inasprimento delle politiche in risposta a una crescita eccezionalmente rapida o a presunti eccessi nel sistema finanziario. Per converso – e sempre nel presupposto che l'inflazione sia sotto controllo – i responsabili delle politiche potrebbero ritenere che sia possibile reagire in maniera molto più aggressiva che in passato a un rallentamento economico o a difficoltà finanziarie legate a precedenti eccessi.

Una tale applicazione asimmetrica delle politiche monetarie, e peraltro anche di quelle fiscali, ha contribuito alla gradita riduzione della variabilità ciclica osservata negli ultimi anni. Tuttavia, a lungo andare questo approccio potrebbe anche comportare rischi deflazionistici. In effetti, con un debito pubblico a livelli ancora elevatissimi se raffrontato ai parametri del recente passato e con tassi di interesse nominali prossimi allo zero, il margine di manovra per rispondere a un ulteriore shock avverso è ormai divenuto alquanto ristretto.

Al momento, fortuna vuole che la ripresa economica globale sia in atto e che gli shock siano solo un'eventualità, e non una realtà. Tuttavia, una volta confermata la robustezza della ripresa, l'esigenza di recuperare spazi di flessibilità richiederà in avvenire un deciso ripensamento delle politiche fiscali e monetarie. Meriterebbero inoltre una rigorosa verifica gli assunti analitici su cui si è finora basata la formulazione delle politiche. Stante la rapidità e la portata dei mutamenti intervenuti nella struttura dell'economia e della finanza, nonché la possibilità di ulteriori cambiamenti futuri, potrebbe senz'altro essere rischioso limitarsi a presumere che le risposte tradizionali restino invariabilmente quelle giuste.

## Finalmente la crescita accelera

Il rallentamento economico globale dell'inizio di questo decennio è stato affrontato con un eccezionale stimolo fiscale e monetario nei maggiori paesi industriali, e in particolare negli Stati Uniti. Un impulso di tale portata è stato reso possibile dal basso livello di inflazione prevalente, per lo più proseguito durante il periodo sotto rassegna.

Negli Stati Uniti la politica fiscale è stata notevolmente espansiva per effetto sia degli incrementi di spesa sia degli sgravi di imposta. La politica monetaria è divenuta, ed è rimasta, molto accomodante. Non solo il tasso obiettivo sui federal fund è stato mantenuto all'1%, ma notevole impegno è stato anche profuso nel convincere in particolare i mercati obbligazionari che

tale orientamento sarebbe stato verosimilmente seguito per un considerevole periodo di tempo. Una combinazione di politiche un po' diversa, ma pur sempre espansiva, è stata attuata in Giappone, dove l'ampissimo disavanzo e l'elevato debito delle amministrazioni pubbliche precludevano ogni ulteriore ricorso allo stimolo fiscale. In queste circostanze è stata intensificata la politica di "allentamento quantitativo", come pure l'azione volta a persuadere l'opinione pubblica che tutti gli organi di governo stavano operando congiuntamente per porre fine alla deflazione. Nell'area dell'euro i disavanzi di bilancio di tre economie (fra cui le due maggiori) hanno superato il tetto fissato dal Patto di stabilità e crescita. Sebbene ciò abbia suscitato aspre critiche da parte dei paesi che si erano attenuti alle regole, gli effetti sulla spesa sono stati favorevoli, così come l'indirizzo accomodante mantenuto dalla Banca centrale europea (BCE).

Coerentemente con l'allentamento relativo della politica monetaria USA, e con il crescente peso assunto dal disavanzo pubblico e dal debito esterno americani, lo scorso anno il dollaro ha avuto la tendenza a deprezzarsi. Ciò si è tradotto in pratica in un'esportazione di pressioni disinflazionistiche dagli Stati Uniti, che è stata fortemente contrastata da alcuni paesi, e in particolare da quelli che avevano adottato un regime di cambio fisso con la moneta americana. Le autorità giapponesi hanno effettuato un volume record di interventi valutari per impedire un apprezzamento troppo rapido dello yen rispetto al dollaro e al renminbi cinese. Anche altri governi, specie nel resto dell'Asia, sono intervenuti massicciamente. In risposta alle pressioni al rialzo sul cambio, molte economie emergenti hanno parimenti allentato la politica monetaria. Infine, alcuni paesi dell'America latina e dell'Europa centrale e orientale hanno sospeso i programmi di restrizione fiscale e le riforme strutturali che erano in precedenza apparsi necessari per fronteggiare le spinte al ribasso sulle rispettive valute. Quali che siano le implicazioni a più lungo termine, l'espansione economica ha beneficiato anche di queste iniziative.

I mercati finanziari hanno per lo più reagito energicamente, anche se con tempi sensibilmente diversi, al generale allentamento della politica monetaria. Dopo una tendenza calante durata alcuni anni, i rendimenti obbligazionari USA a lungo termine si sono per lo più attestati su livelli insolitamente bassi nel periodo in esame. Tuttavia, questa stabilità complessiva ha celato fasi alterne durante le quali i mercati hanno dovuto rispondere a spinte dapprima in favore di un aumento e, in seguito, di un calo dei tassi. Fra le pressioni al rialzo figuravano le attese associate alla contestuale correzione verso l'alto delle previsioni sulla crescita e sui disavanzi pubblici; fra quelle al ribasso vi erano i massicci acquisti di titoli del Tesoro statunitense da parte di banche centrali asiatiche e le indicazioni fornite dalla Federal Reserve relativamente al futuro indirizzo monetario. La dinamica dei rendimenti nella zona dell'euro ha seguito da vicino quella degli Stati Uniti per gran parte dell'anno sotto rassegna, discostandosene leggermente nell'ultima parte in concomitanza con il brusco aumento dei tassi USA. Tale andamento non è stato incoerente con le più contenute prospettive di crescita dell'area.

Nella quasi totalità degli altri mercati finanziari il contesto è apparso decisamente meno incerto. I prezzi delle attività hanno segnato bruschi rialzi

per gran parte del periodo, e ciò ha contribuito a sorreggere ulteriormente la fiducia e l'espansione economica. I mercati azionari mondiali hanno dato prova di particolare dinamismo, primi fra tutti i titoli tecnologici e di società dell'area emergente. Gli spread sulle obbligazioni societarie ad alto rischio sono nettamente diminuiti, così come quelli sui credit default swap. Anche i differenziali su prestiti sovrani si sono ridotti, e le economie emergenti – fra cui non poche con discutibili trascorsi creditizi – sono tornate a beneficiare di un più agevole accesso al capitale. E, fatto forse più importante, in molti paesi hanno continuato a crescere i prezzi degli immobili residenziali e, con essi, i livelli di indebitamento. Solo negli ultimi mesi del periodo in esame queste tendenze hanno cominciato a invertirsi in taluni mercati o sono divenute assai meno pronunciate in altri.

In parte, gli aumenti dei prezzi delle attività potrebbero essere collegati ai bassi rendimenti obbligazionari. La diminuzione dei tassi ipotecari nominali ha modificato il profilo dei pagamenti e allentato i vincoli di liquidità a monte; pertanto, non sorprende né turba il fatto che essa si sia poi rispecchiata in un rincaro delle abitazioni e in più elevati livelli di indebitamento. Un aspetto più allarmante è invece l'eventualità che i minori rendimenti possano avere accentuato la propensione al rischio. Nel caso delle compagnie di assicurazione obbligate contrattualmente a corrispondere elevati rendimenti sulle passività, un tale comportamento è diventato quasi una questione di sopravvivenza. Anche i fondi pensione con obiettivi di performance superiori ai rendimenti pubblici possono essere stati tentati di fare altrettanto. Inoltre, con l'affievolirsi del ricordo delle passate perdite, un ripristino della fiducia appare del tutto naturale. E infine, allorché i prezzi hanno cominciato a salire, paiono essersi formate attese estrapolative, come già spesso accaduto in passato.

Tuttavia, se le spiegazioni basate sui tassi di interesse hanno un certo peso, il rincaro dei prezzi delle attività è stato fatto risalire anche al contestuale miglioramento delle grandezze sottostanti in molti mercati. Ad esempio, nei paesi industriali si è assistito a un calo graduale sia nell'incidenza delle insolvenze societarie sia nell'ammontare delle connesse perdite. In varie economie emergenti, specie in Asia, le politiche governative appaiono ora maggiormente appropriate e favorevoli alla crescita rispetto a un decennio fa. Quanto ai prezzi delle abitazioni, in molti casi essi sono stati spinti verso l'alto da combinazioni composte in varia misura da regolamenti urbanistici, flussi migratori e preferenze degli acquirenti per determinate aree geografiche. Tali fattori sono destinati a perdurare ancora per qualche tempo, ma non è escluso che intervengano altre forze a soverchiarli.

Quel che si può dire con maggiore certezza è che il concorso di politiche macroeconomiche accomodanti e mercati finanziari più euforici ha contribuito ad accelerare il ritmo della crescita economica globale. Fra i paesi industriali hanno primeggiato gli Stati Uniti, seguiti di stretta misura da Australia e Regno Unito. L'atteso spostamento della spesa in favore degli investimenti ha cominciato a concretizzarsi sotto la spinta di una robusta crescita dei profitti, ma anche i consumi hanno mostrato una buona tenuta. Le famiglie hanno realizzato e speso le plusvalenze derivanti dal rincaro delle abitazioni, o rifinanziato i mutui ipotecari al fine di ridurre gli esborsi mensili per interessi.



Una vigorosa crescita è stata inoltre registrata in diversi altri paesi industriali, comprese alcune economie minori dell'area dell'euro. Anche il Giappone ha dato segni di un'imminente ripresa grazie al rapido incremento delle esportazioni, soprattutto verso la Cina. Ancor più incoraggiante è stato il recupero della spesa per investimenti delle grandi società nipponiche, dopo un decennio di restrizioni nel corso del quale gli utili erano serviti principalmente a ridurre i debiti accumulati durante il boom degli anni ottanta.

I segni di ripresa sono stati decisamente più fievoli in alcune delle maggiori economie dell'Europa continentale. Nonostante l'apprezzamento dell'euro in termini effettivi, questi paesi hanno comunque beneficiato dello stimolo fornito dalle crescenti esportazioni, e la fiducia delle imprese è sembrata a sua volta trarne vigore. Il vero problema è stata la perdurante riluttanza dei consumatori a spendere, malgrado la relativa solidità dei bilanci delle famiglie rispetto ai parametri internazionali. A ciò potrebbero aver senz'altro contribuito sia le incertezze suscitate dalle proposte di affrontare con urgenza le carenze strutturali presenti nei mercati del lavoro e nei sistemi pensionistici, sanitari e fiscali, sia la diffusa percezione di un aumento del costo della vita dopo l'introduzione dell'euro. Inoltre, il fatto che in questi paesi la ricchezza immobiliare non possa essere monetizzata così facilmente come – ad esempio – negli Stati Uniti e nel Regno Unito fa sì che i consumi siano maggiormente vincolati dai flussi di reddito e che, pertanto, si siano mostrati più vulnerabili agli sfavorevoli sviluppi del mercato del lavoro, di cui si tratterà più avanti.

Nel periodo sotto rassegna la dinamica dell'economia è migliorata anche nella maggior parte dei paesi emergenti. Influssi propizi sul versante internazionale – in particolare i rincari delle materie prime e la maggiore ricettività dei mercati finanziari – hanno sovente interagito con una più vigorosa domanda interna, stimolando la crescita. La performance della Cina è stata impressionante, e ha generato effetti a catena non solo in tutta la regione asiatica, ma anche al di fuori del continente; grazie ai massicci afflussi di capitali e a una rapidissima espansione del credito interno, gli investimenti delle imprese hanno superato il 40% del PIL. In altre economie emergenti dell'Asia il livello degli investimenti è invece rimasto ben al disotto dei precedenti massimi, di riflesso forse al persistere di capacità eccedenti in taluni paesi e alle pressioni della concorrenza internazionale. Tuttavia, in alcuni casi si è osservata un'accelerazione dei consumi, intervenuta spesso sotto la spinta di politiche governative volte a stimolare la domanda interna. Digni di rilievo anche i risultati conseguiti dall'India: le favorevoli condizioni climatiche hanno permesso di accrescere la produzione agricola, mentre il lento ma costante processo di riforma strutturale pare aver gradualmente migliorato il potenziale produttivo e la capacità competitiva del paese.

Nelle altre regioni emergenti l'espansione è stata in genere meno forte rispetto all'Asia, pur beneficiando in alcuni casi di influenze specifiche. La ripresa in Medio Oriente, Africa e Russia è stata ovviamente agevolata dai rincari del petrolio e di altre materie prime. In America latina essa è in larga parte dovuta al recupero seguito alle precedenti crisi in Argentina e Venezuela. L'incipiente ma ancor timida ripresa in Messico ha invece radici più profonde, dato il forte impatto positivo sull'attività economica esercitato – seppure con

ritardo – dall’accelerazione negli Stati Uniti. Le propizie condizioni di tasso di interesse sui mercati globali hanno favorito fino ad epoca assai recente lo stesso Brasile, benché non vi siano ancora chiare indicazioni di una ripresa generalizzata del paese.

Nell’Europa centrale e orientale, forse anche a causa del più lento ritmo della ripresa nell’area dell’euro, la crescita è stata preservata senza tuttavia registrare incrementi. Sui nuovi Stati membri dell’Unione europea, in particolare, hanno continuato a influire da un lato l’ottimismo per l’ingresso nella UE e i connessi afflussi di capitali, dall’altro l’esigenza di affrontare annosi e difficili problemi strutturali.

### Ulteriori sviluppi – alcuni previsti, altri meno

Con il rafforzarsi della ripresa globale si sono delineate più chiaramente altre tendenze economiche. Anche se nella gran parte dei casi esse hanno trovato un’accoglienza tutto sommato positiva, alcune sono apparse non di rado sorprendenti. Se taluni di questi esiti impreveduti siano destinati ad accrescere la vulnerabilità dell’economia mondiale – e in caso affermativo cosa possano fare al riguardo i responsabili delle politiche – sono quesiti che verranno trattati nelle Conclusioni.

Una conseguenza ampiamente prevista della maggiore espansione è stata la forte ripresa del commercio internazionale, in particolare all’interno dell’Asia. La Cina è oggi un grande importatore di beni primari e intermedi destinati all’assemblaggio e alla successiva esportazione sotto forma di prodotti finiti, e sta rapidamente divenendo il centro manifatturiero del mondo. Inoltre, il Giappone e l’India sembrano ormai vedere nell’ascesa economica cinese non tanto una minaccia quanto un’opportunità; in un siffatto contesto di crescente interscambio, ciò costituisce una novità di rilevanza storica.

Un altro sviluppo associatosi alla ripresa è stato l’ulteriore peggioramento della bilancia commerciale degli Stati Uniti. Pur essendo in linea con la crescita relativamente più rapida dell’economia americana, esso ha disorientato quanti si aspettavano che l’espansione USA avrebbe vacillato sotto il peso degli squilibri interni ed esterni. Inoltre, benché il deprezzamento effettivo del dollaro abbia contribuito a moderare il deterioramento del saldo mercantile, l’entità della variazione del tasso di cambio effettivo è stata limitata dagli interventi valutari compiuti da molti paesi per una serie di ragioni. In realtà, nella misura in cui il successivo investimento di riserve valutarie in titoli obbligazionari USA ha concorso ad abbassare i rendimenti di questi ultimi, si potrebbe argomentare che l’efficacia di entrambi i canali “elasticità” e “assorbimento” attraverso cui si realizzerà l’aggiustamento commerciale è stata attenuata. È lecito domandarsi per quanto tempo sia sostenibile questo ininterrotto flusso congiunto di beni e di capitali dall’Asia agli Stati Uniti, che – se non di nome – si configura di fatto come “vendor financing”.

Nonostante il vigore della ripresa mondiale, le pressioni al rialzo sull’inflazione dei prezzi al consumo sono divenute percepibili con chiarezza solo verso la fine del periodo in esame. Persino negli Stati Uniti, dove l’accelerazione della crescita si è accompagnata al deprezzamento esterno del

dollaro, l'inflazione si è per lo più mantenuta su livelli molto bassi, sotto la spinta di un residuo – ancorché in rapido calo – margine di capacità inutilizzata. Nell'area dell'euro, grazie anche all'apprezzamento della moneta, l'inflazione si è portata al disotto del 2% nei primi mesi del 2004, per poi rimbalzare sotto l'influsso degli accresciuti corsi petroliferi. In Giappone le pressioni deflazionistiche sono sembrate attenuarsi, e ciò anche escludendo gli errori di misurazione e gli effetti dei forti rincari di vari prezzi amministrati.

Fra le maggiori economie è stata la Cina a fornire la riprova più evidente di un incremento dell'inflazione. Data la situazione deflazionistica di partenza, un certo rialzo dei prezzi non è stato inizialmente visto con sfavore, ed è stato anzi incoraggiato dagli sforzi del governo volti a espandere il credito e aumentare gli investimenti. Negli ultimi trimestri, tuttavia, il timore di un surriscaldamento dell'economia ha cominciato sempre più a diffondersi tra le autorità, che hanno pertanto adottato una serie di provvedimenti amministrativi e di mercato per frenare sia il credito che la spesa. In diversi altri paesi del mondo industrializzato i tassi ufficiali sono saliti in risposta alla rapida crescita della domanda e a segnali di eccessi finanziari, malgrado un'inflazione corrente dei prezzi al consumo apparentemente sotto controllo.

La relativa quiescenza mostrata sinora dall'inflazione dei prezzi al consumo su scala mondiale si è di fatto accompagnata ad alcune tendenze divergenti. I prezzi dei prodotti finiti sono per lo più in calo da qualche tempo, complici i guadagni di produttività nel settore manifatturiero globale e le esportazioni delle nuove economie emergenti. Per contro, i prezzi dei servizi sono in genere aumentati più velocemente. Nel periodo sotto rassegna, a questa tendenza generale è venuto ad aggiungersi un fatto nuovo e ancor più sensazionale: i fortissimi rincari del petrolio e di altri prodotti primari, indotti non soltanto dalla ripresa economica mondiale ma anche dal crescente peso degli investimenti cinesi ad alto contenuto di materie prime. Fortunatamente, i margini di profitto hanno consentito – quantomeno fino ad oggi – di assorbire tali rialzi con relativa facilità, specie nei paesi in cui il processo di abbattimento dei costi innescato dalle precedenti difficoltà economiche e finanziarie è a uno stadio più avanzato.

In linea con l'esigenza di tenere i costi sotto controllo in un contesto internazionale di accanita concorrenza, la recente accelerazione della crescita in molti paesi industriali si è associata a un incremento moderato dei salari e a un'insolita riluttanza ad assumere personale. Negli Stati Uniti le imprese paiono aver sfruttato le nuove tecnologie incorporate nei recenti investimenti per accrescere massicciamente la produttività del lavoro. Inoltre, il forte calo del costo del denaro, insieme all'aumento degli oneri per l'assistenza sanitaria e di altre prestazioni sociali, ha fatto pendere ulteriormente la bilancia in favore dell'intensità di capitale, a tutto svantaggio della creazione di posti di lavoro. Negli ultimi tempi anche in Europa e Giappone si sono manifestate forze analoghe, favorite da impedimenti strutturali di più lunga data che ostacolano in particolare l'assunzione dei giovani e delle persone in età matura. In genere, a essere maggiormente colpiti dalla debole domanda di lavoro nell'area industriale sono stati i salariati con basso livello di scolarità, che non possono essere facilmente riqualificati quando l'innovazione

tecnologica rende esuberanti le loro posizioni; inoltre, per il tramite del contenuto di lavoro incorporato nei beni e nei servizi scambiati a livello internazionale, tale categoria perde sempre più terreno nel confronto con la manodopera a più basso costo delle economie emergenti. Nondimeno, l'atonia del mercato del lavoro non ha finora causato una generale contrazione dei consumi al di fuori dell'Europa continentale. Questo fatto è al tempo stesso sorprendente e positivo, sebbene in diversi paesi si sia accompagnato a un costante aumento dei livelli di indebitamento delle famiglie.

Un altro effetto collaterale della maggiore crescita e del più diffuso ottimismo dei mercati finanziari è stato il contributo di entrambi al miglioramento della solidità delle istituzioni finanziarie. Nel caso del Giappone e dell'Europa continentale, particolarmente utile è stata l'accresciuta facilità con cui si sono potuti stralciare dai bilanci i crediti in sofferenza. Nei paesi industriali le apprensioni per le banche, le società di assicurazione e riassicurazione e i fondi pensione si sono sensibilmente attenuate grazie alla combinazione di curve dei rendimenti insolitamente ripide, prezzi delle attività in ascesa, minori costi e più alti proventi. In Cina, per contro, con l'accelerarsi della crescita in seguito all'espansione del credito incoraggiata dalle autorità, si è cominciato a temere che molti di questi prestiti non avrebbero avuto buon esito, e ciò ha ulteriormente indebolito le istituzioni creditizie già alle prese con notevoli problemi. Maggiormente a rischio sono apparsi i finanziamenti ad amministrazioni locali e imprese statali, per le quali il profitto non costituisce una finalità primaria.

Molte istituzioni finanziarie specializzate in prodotti destinati alle famiglie, specie mutui ipotecari, hanno conseguito risultati particolarmente brillanti nel periodo in esame. In numerosi paesi industriali ciò ha promosso un generale riorientamento dell'attività del settore. Persino in Giappone è emerso un maggiore interesse delle banche per il credito a consumatori e piccole imprese, che offre margini di intermediazione più ampi. Anche in diverse economie emergenti, segnatamente in Asia e nell'Europa centro-orientale, si è osservata una propensione a favorire i prestiti alle famiglie. Se tale tendenza è stata accolta con particolare favore nelle realtà in cui persistono elevati livelli di risparmio interno, come in molti paesi asiatici, l'esperienza della Corea negli ultimi uno o due anni mostra nondimeno come il processo possa sfuggire di mano. Dopo un iniziale boom dei consumi, alimentato da una rapidissima espansione creditizia ad opera di banche ed emittenti di carte di credito, lo scorso anno la spesa delle famiglie è diminuita mentre il numero di fallimenti individuali ha registrato un balzo. Il governo coreano ha cercato di migliorare le procedure di risoluzione dal lato sia dei singoli creditori sia dei debitori, ma gli effetti contrattivi sulla crescita della domanda interna potrebbero durare ancora per qualche tempo.

La maggior parte delle istituzioni finanziarie ha beneficiato, oltre che dell'effetto generalmente favorevole esercitato sui bilanci dalla più rapida crescita, di un diffuso miglioramento nella gestione del rischio. Il cambiamento di cultura in atto nel settore finanziario – collegato in misura considerevole al processo di definizione del nuovo schema di adeguatezza patrimoniale ("Basilea 2") – ha continuato a intensificarsi. Ciò nonostante, da taluni episodi

dello scorso anno sono emerse inquietanti negligenze nella governance, in entrambi i settori privato e finanziario, oltre che nella sorveglianza e nella disciplina di mercato. L'affare Parmalat, ad esempio, ha messo in luce carenze a ogni possibile livello: organi di dirigenza, revisori interni ed esterni, banche creditrici, promotori finanziari, agenzie di rating, analisti delle banche d'affari, nonché responsabili della sorveglianza su molti dei suddetti ambiti. Eppure, il più oneroso fallimento della storia non ha prodotto il benché minimo effetto sulla formazione dei prezzi nel mercato del credito alle imprese. Se si sia trattato della giusta reazione di fronte alla natura *sui generis* di un'enorme frode, ovvero di un malaugurato effetto collaterale dell'accresciuta propensione al rischio manifestata di recente dai mercati finanziari, è questione che rimane aperta. Tuttavia, la risposta potrebbe divenire sempre più evidente via via che i mercati si preparano al concretizzarsi di un rialzo dei tassi ufficiali.

## II. Gli andamenti nelle economie industriali avanzate

### Aspetti salienti

L'attività produttiva nei paesi industriali avanzati ha ripreso slancio nel 2003, grazie al considerevole stimolo impartito dalla politica economica negli Stati Uniti e all'aumento della domanda in Giappone. Al contempo, la crescita nell'area dell'euro è rimasta modesta. Una caratteristica della recente espansione è stato uno spostamento della spesa dal settore delle famiglie a quello delle imprese. Si sono inoltre stemperati i timori di deflazione.

Per quest'anno è previsto un ulteriore consolidamento della ripresa mondiale, mentre l'inflazione dovrebbe rimanere bassa (tabella II.1). Nondimeno, la sostenibilità dell'espansione non è immune da rischi di vario genere. Primo, l'indebolimento dei bilanci pubblici in numerosi paesi rende sempre più urgente il ripristino di credibili programmi fiscali a medio termine volti a ridurre i disavanzi. Secondo, il debito delle famiglie ha continuato ad aumentare, e ciò contrasta con il recente miglioramento dei bilanci societari. Terzo, gli squilibri mondiali dei conti correnti si sono ampliati e non è chiara l'evoluzione futura di eventuali processi di aggiustamento.

Le ipotesi circa le tendenze della produttività svolgono un ruolo determinante nel valutare se queste problematiche di medio periodo debbano o meno costituire fonte di grave preoccupazione. Anche se i raffronti a livello internazionale appaiono imprecisi, il miglioramento nella performance degli Stati Uniti fornisce, in prospettiva, alcuni motivi di ottimismo.

Crescita e inflazione										
variazioni medie annue, in percentuale										
	PIL reale					Prezzi al consumo <sup>1</sup>				
	1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>	1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>
Paesi industriali avanzati <sup>3</sup>	2,6	1,0	1,5	2,1	3,2	2,3	2,1	1,5	1,8	1,6
Stati Uniti	3,3	0,5	2,2	3,1	4,6	2,8	2,8	1,6	2,3	2,2
Area dell'euro	2,1	1,6	0,9	0,4	1,6	2,4	2,3	2,3	2,1	1,8
Giappone	1,5	0,4	-0,3	2,7	3,1	0,8	-0,7	-0,9	-0,3	-0,2
Regno Unito	2,4	2,1	1,6	2,2	3,1	2,7	1,2	1,3	1,4	1,5
Canada	2,9	1,9	3,3	1,7	2,6	2,0	2,5	2,2	2,8	1,5
Australia	3,4	2,5	3,8	3,0	3,9	2,2	4,4	3,0	2,8	2,2
Altri paesi <sup>3, 4</sup>	2,1	1,5	1,5	0,7	2,4	2,1	2,2	1,8	1,7	0,9

<sup>1</sup> Per l'area dell'euro e il Regno Unito, indice armonizzato. <sup>2</sup> *Consensus forecast* di maggio. <sup>3</sup> Media ponderata basata sul PIL e sui tassi di cambio riferiti alle PPA del 2000. <sup>4</sup> Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera.

Fonti: Eurostat; © Consensus Economics; statistiche nazionali.

Tabella II.1

## La ripresa globale nel 2003

### Accelerazione della crescita

La ripresa ha  
acquistato vigore

La ripresa dei paesi industriali avviata nel 2002 si è consolidata lo scorso anno, specie nella seconda metà. Il miglioramento è giunto in parte inaspettato, se si considerano l'esiguità della precedente fase recessiva, la correzione degli investimenti dopo il boom degli ultimi anni novanta e l'elevata avversione al rischio degli inizi del 2003 sullo sfondo di tensioni geopolitiche e di clamorosi scandali societari.

Due pilastri della  
crescita mondiale

Il recupero ha interessato molte delle maggiori economie tramite una brusca accelerazione del commercio mondiale. Com'era prevedibile, un impulso determinante è provenuto dagli Stati Uniti, dove la ripresa si è rinsaldata, ma la domanda mondiale ha beneficiato anche del boom dell'Asia emergente; come si vedrà nel Capitolo III, il rapido sviluppo di questa regione è stato uno dei principali protagonisti della scena economica degli ultimi anni, concorrendo per circa la metà all'espansione del prodotto mondiale nel 2003 (tabella II.2).

Il ruolo della Cina

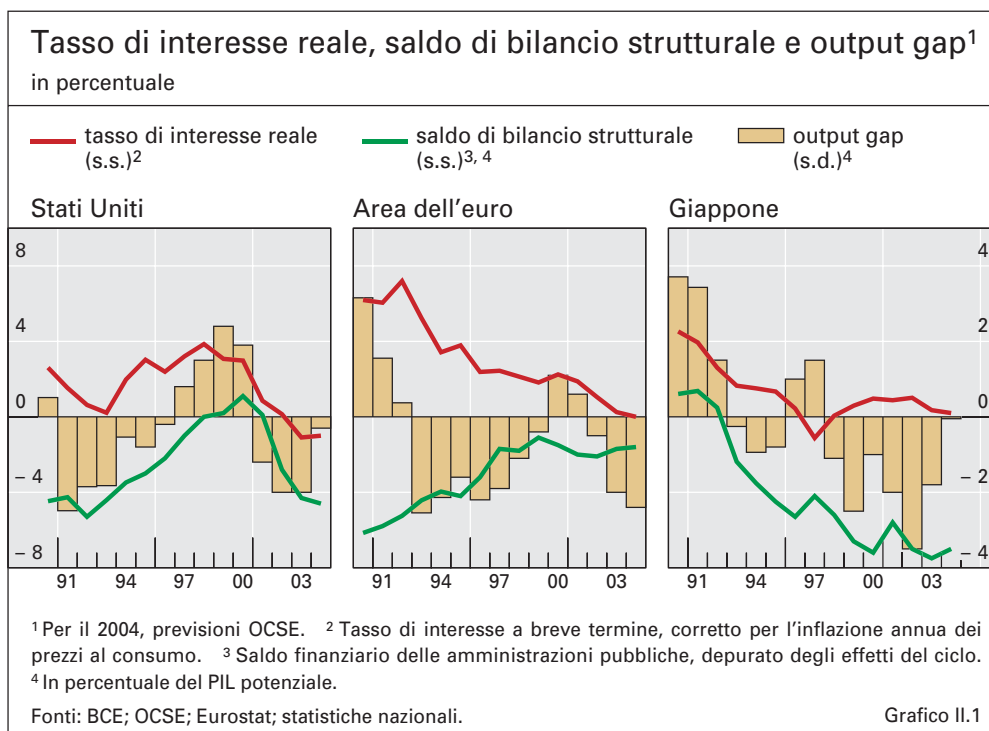
Diverse sono le implicazioni di questo riassetto della crescita globale. Da un lato, l'accelerazione dell'export nei paesi asiatici emergenti ha richiamato l'attenzione sulle possibili ricadute per le economie industriali, in quanto accrescerà verosimilmente le pressioni sui lavoratori non qualificati già esercitate dal progresso tecnologico. Dall'altro, più di recente la domanda interna si è notevolmente rafforzata in alcuni paesi dell'Asia, ed è ormai chiaro il sempre maggiore affidamento del continente sulle esportazioni dall'area industriale. La Cina è divenuta uno dei principali importatori mondiali, e i suoi avanzi di parte corrente con gli Stati Uniti e l'Unione europea sono stati redistribuiti in favore dei paesi asiatici limitrofi, incluso il Giappone. A livello

Contributi alla crescita mondiale					
in punti percentuali					
	1991-2000 <sup>1</sup>	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>
Paesi industriali avanzati	1,5	0,6	0,8	1,1	1,7
di cui: domanda delle famiglie <sup>3</sup>	1,0	0,8	0,7	0,8	1,0
domanda delle imprese <sup>4</sup>	0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,6
domanda del settore pubblico <sup>5</sup>	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
di cui: Stati Uniti	0,8	0,1	0,5	0,7	1,0
Area dell'euro	0,4	0,3	0,1	0,1	0,3
Giappone	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2
Asia emergente <sup>6</sup>	1,6	1,3	1,6	1,9	1,9
di cui: Cina e India	1,2	1,0	1,2	1,5	1,5
Resto del mondo	0,2	0,5	0,6	0,9	1,0
Crescita mondiale <sup>7</sup>	3,3	2,4	3,0	3,9	4,6

<sup>1</sup> Media. <sup>2</sup> In base alle previsioni FMI e OCSE. <sup>3</sup> Spesa per consumi finali più investimenti fissi lordi in immobili residenziali del settore privato. <sup>4</sup> Investimenti lordi in immobili non residenziali del settore privato. <sup>5</sup> Spesa per consumi finali più investimenti fissi lordi del settore pubblico. <sup>6</sup> Asia escluso il Giappone. <sup>7</sup> In percentuale.

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

Tabella II.2



globale, inoltre, l'accentuata divisione del lavoro nei settori manifatturiero e dei servizi dovrebbe accrescere un po' ovunque l'efficienza e gli standard di vita. In particolare, tutti i consumatori potranno beneficiare dei più bassi prezzi di manufatti e servizi, dato che gli elevati guadagni di produttività in Asia vengono traslati sui prezzi all'esportazione.

Durante il 2003 la domanda nelle economie avanzate è stata sorretta da politiche espansive. I disavanzi di bilancio si sono ampliati in termini destagionalizzati, a causa del perdurante stimolo alla crescita del PIL fornito dall'aumento della spesa pubblica e dai tagli di imposta (grafico II.1). La principale eccezione è costituita dall'area dell'euro, dove il deficit strutturale si è contratto malgrado l'incremento del disavanzo fiscale in un contesto di debole espansione dell'economia. Anche le condizioni finanziarie sono state propizie, poiché tassi ufficiali e rendimenti a lunga sono rimasti bassi. I tassi di interesse reali, già prossimi o inferiori ai minimi storici, sono scesi ulteriormente. Gli spread societari si sono ridotti, mentre i corsi azionari hanno segnato progressi in tutte le piazze principali sotto la spinta dei favorevoli dati economici, degli annunci positivi sugli utili e di una generalizzata ricerca di maggiori rendimenti (Capitoli IV e VI).

Nonostante il rafforzamento delle interdipendenze su scala mondiale, la crescita non è stata uniforme. La dinamica del prodotto ha registrato il recupero maggiore negli Stati Uniti, dove le politiche sono state particolarmente espansive. Anche il Giappone ha messo a segno una considerevole ripresa, con tassi di crescita superiori al potenziale e una rapida diminuzione dell'output gap; sebbene l'attuale fase di rilancio sia principalmente riconducibile alla robustezza della domanda estera, essa sembra essere più promettente di altri precedenti episodi di ripresa in quanto – per la prima volta dallo scoppio della

L'importante ruolo delle politiche economiche nella ripresa mondiale

Andamenti economici divergenti fra i principali paesi industriali



bolla dei prezzi delle attività nei primi anni novanta – la domanda interna è aumentata in assenza di un significativo stimolo fiscale. L'area dell'euro ha registrato la performance più deludente. La domanda interna è rimasta debole e il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL è divenuto fortemente negativo. Di conseguenza, il prodotto complessivo dell'area è cresciuto in misura marginale nel 2003; in Germania e nei Paesi Bassi esso è di fatto diminuito. La recessione ha interessato anche la Svizzera. Il Canada ha subito un notevole calo delle esportazioni nette in termini reali poiché l'apprezzamento della valuta ha più che compensato gli effetti della forte crescita statunitense; un sensibile miglioramento delle ragioni di scambio ha però sorretto la domanda interna, malgrado shock specifici avversi e di notevole entità. L'Australia ha seguito a espandersi a ritmo vivace.

#### *Diversa composizione della crescita*

Ricomposizione della crescita dalla spesa delle famiglie a quella delle imprese

Un aspetto di spicco nel periodo sotto rassegna è stato il graduale spostamento della crescita della domanda dalla spesa delle famiglie a quella delle imprese. L'espansione dei consumi privati, che era stata la principale fonte di sostegno nel 2002, è rallentata leggermente negli Stati Uniti ed è rimasta fiacca nell'area dell'euro. Del pari, gli investimenti residenziali – benché agevolati dalle favorevoli condizioni finanziarie – non hanno registrato particolari incrementi. È stato soprattutto l'aumento della spesa del settore societario a trainare l'accelerazione della crescita, grazie alla sospirata ascesa degli investimenti e all'ulteriore contributo fornito dalla variazione delle scorte.

I consumi danno prova di tenuta ...

I consumi privati, che pure avevano toccato livelli sorprendentemente elevati durante la precedente recessione, hanno continuato a mostrare una buona tenuta. La spesa è stata favorita dalla persistenza di un'inflazione modesta, mentre l'azione di stimolo fiscale ha interessato principalmente il settore delle famiglie. Un contributo è parimenti provenuto dai positivi effetti di ricchezza susseguiti alla ripresa dei mercati azionari e al continuo aumento dei prezzi abitativi. Nei principali paesi dell'OCSE il rapporto medio fra ricchezza netta e reddito disponibile delle famiglie, che aveva subito un calo tra il 1999 e il 2002, è balzato oltre il livello degli anni novanta. I bassi tassi di finanziamento hanno alimentato direttamente la domanda di beni di consumo durevoli e, unitamente ai rincari delle abitazioni, hanno incoraggiato le famiglie a rifinanziare mutui ipotecari realizzando le plusvalenze immobiliari. Coloro che hanno rinegoziato prestiti per ridurre i pagamenti in conto interessi hanno visto aumentare la loro capacità di spesa; quanti hanno contratto mutui per importi più elevati hanno incrementato le disponibilità da destinare non solo ai consumi, ma anche al rimborso di debiti più onerosi o all'investimento in altre attività. In percentuale del reddito disponibile delle famiglie, il prelievo di ricchezza immobiliare – definito come differenza fra il nuovo indebitamento ipotecario netto e gli investimenti in abitazioni – è salito nel 2003 al 3½% negli Stati Uniti e al 7% nel Regno Unito.

... ma non aumentano a causa dei deboli mercati del lavoro ...

Nondimeno, a frenare in parte i consumi privati è stata la debolezza dei mercati del lavoro. La disoccupazione è aumentata in misura solo modesta, ma soprattutto per effetto dei minori tassi di partecipazione, giapponesi e statunitensi in particolare. In termini aggregati, nell'area dell'OCSE non vi è

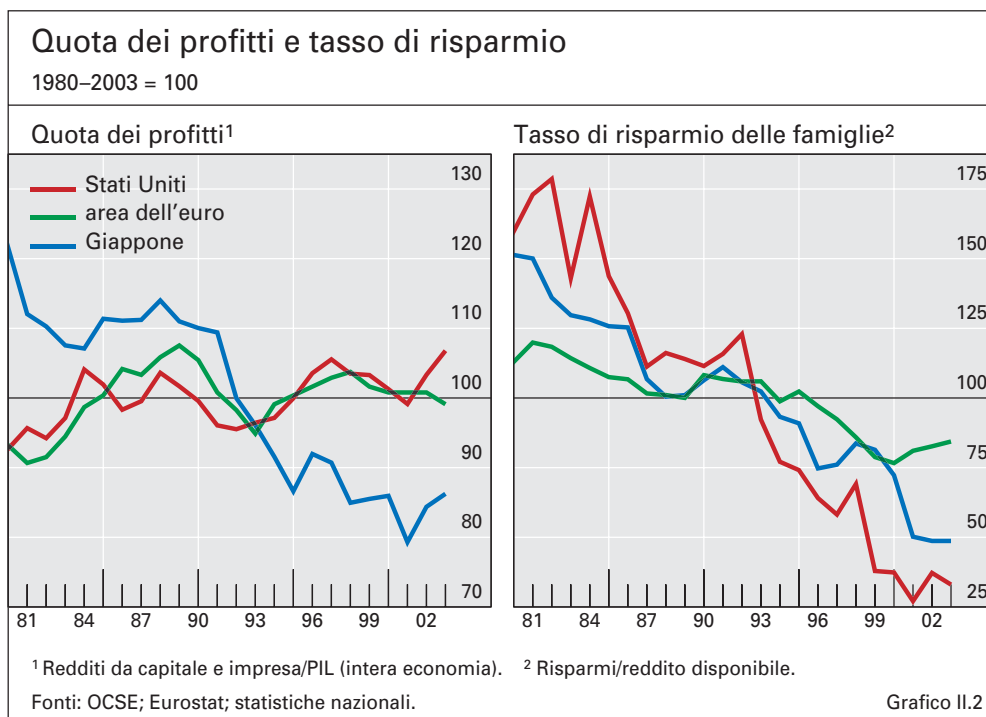
stata in pratica creazione netta di posti di lavoro negli ultimi tre anni. Malgrado un forte recupero della domanda, l'occupazione è scesa ulteriormente in Giappone ed è aumentata di poco negli Stati Uniti. Se la performance nipponica può essere dovuta al protrarsi del processo di ristrutturazione, è invece più difficile risalire alle cause della scarsa creazione di posti di lavoro negli USA, a differenza dei cicli precedenti. Nell'area dell'euro l'occupazione è rimasta sostanzialmente stabile; in Germania essa è di fatto calata. Ciò nondimeno, l'intensità del fattore lavoro nella crescita del PIL dell'area dell'euro ha proseguito la sua ascesa, sostenendo da un lato il mercato del lavoro, ma limitando al tempo stesso i guadagni di produttività.

L'effetto negativo di un'occupazione sottotono sui redditi delle famiglie è stato aggravato dalla modesta dinamica salariale. Nonostante i maggiori incrementi di produttività aggregata degli ultimi anni, nell'area dell'OCSE le retribuzioni unitarie sono aumentate solo moderatamente in termini reali; ne è conseguita una compressione della quota del reddito da lavoro nel settore delle imprese. È quanto è emerso l'anno scorso negli Stati Uniti, dove le più elevate prestazioni extrasalariali paiono essere state in parte compensate dalla minore crescita delle retribuzioni. In Giappone queste ultime sono aumentate in misura minima nel 2003, ma si è almeno arrestata la loro discesa. La principale eccezione a questa tendenza generale è rappresentata dall'area dell'euro, dove le retribuzioni reali unitarie nel settore societario hanno accelerato il passo, malgrado la debolezza del ciclo e i bassi guadagni di produttività.

Gli investimenti societari hanno ripreso gradualmente slancio nella seconda metà del 2003 grazie alle migliorate prospettive della domanda, alle favorevoli condizioni finanziarie e alla crescita della quota dei profitti nell'insieme dei paesi industriali (grafico II.2). Temporanei sgravi fiscali possono

... e della moderazione salariale

Riprende slancio la spesa del settore societario



avere indotto ad anticipare l'esecuzione di piani di investimento negli USA. A sostenere ulteriormente la spesa del settore societario è stata la crescente importanza delle attrezzature informatiche, che ha determinato una marcata accelerazione del tasso di obsolescenza dello stock di capitale. Negli Stati Uniti, ad esempio, gli investimenti lordi necessari al mero mantenimento del rapporto capitale/PIL sono quasi raddoppiati dalla fine degli anni ottanta. Giappone e Australia hanno fatto registrare un'ascesa particolarmente pronunciata degli investimenti, mentre nell'area dell'euro questi sono cresciuti gradatamente nel corso dell'anno.

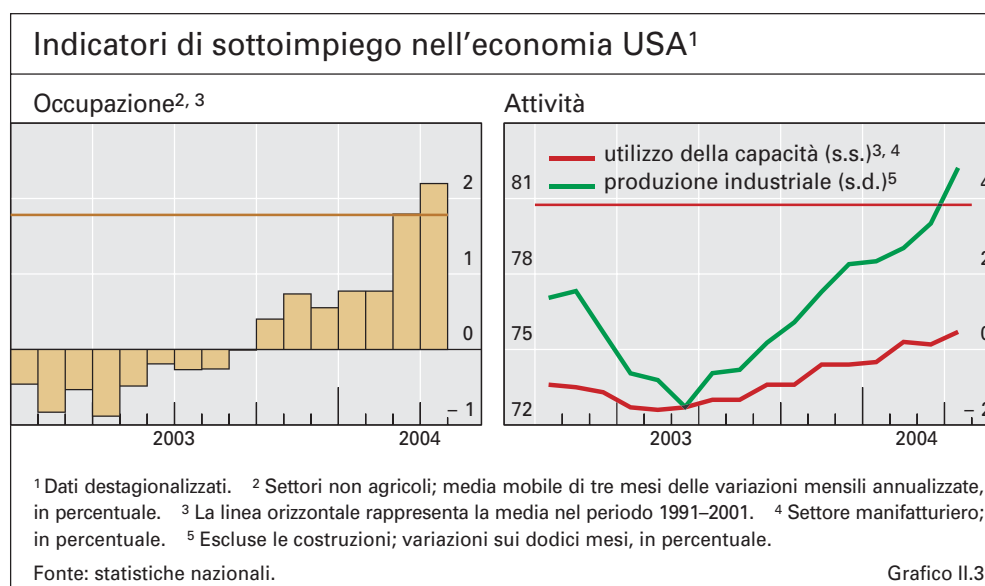
### Prospettive a breve termine

Vi è consenso su un'ulteriore espansione ...

È opinione concorde che nel breve periodo la ripresa mondiale dovrebbe rafforzarsi ulteriormente, attestandosi quest'anno sul 4½%. Gli ultimi dati USA sulla produzione industriale e sull'utilizzo della capacità produttiva indicano che, sebbene il sottoimpiego sia stato già assorbito in misura significativa, l'attuale stock di capitale consente ancora un'espansione non inflazionistica (grafico II.3). Anche il Giappone ha iniziato il 2004 a ritmo sostenuto, e la dinamica del prodotto sembra destinata a superare gran parte delle stime sulla crescita potenziale per l'anno in corso. Nell'area dell'euro, al contrario, non paiono ancora esservi i presupposti per un recupero significativo della domanda interna che, secondo le previsioni, dovrebbe continuare a muoversi in ritardo rispetto alla ripresa mondiale.

... ma permangono incertezze circa gli sviluppi esterni ...

Malgrado il quadro complessivamente positivo permangono alcune incertezze. L'apprezzamento della moneta a partire dal 2002 ha inciso sulle prospettive per le esportazioni nette dell'area dell'euro e, più di recente, dello stesso Giappone. Inoltre, prezzi più elevati delle materie prime – e in particolare del petrolio – potrebbero comprimere i redditi reali nelle economie industriali, sebbene gli effetti negativi in termini di ragioni di scambio siano stati in parte attenuati nei paesi le cui valute si sono apprezzate nei confronti del dollaro statunitense.



Con l'andar del tempo dovrebbe affievolirsi l'impulso attualmente fornito dalle politiche economiche, visto che le proiezioni di bilancio lasciano presagire una certa stabilizzazione del deficit strutturale nell'area dell'OCSE. Inoltre, i tassi di interesse a lungo termine sono cresciuti significativamente dal marzo 2004, e i mercati finanziari hanno consolidato le proprie aspettative di un rialzo dei tassi ufficiali USA.

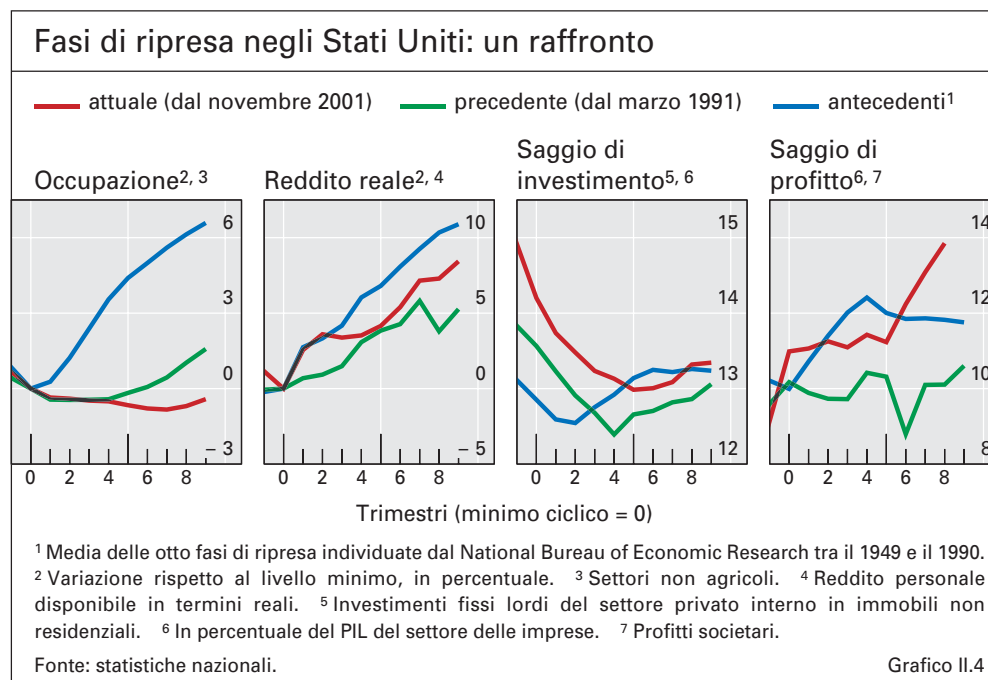
... il sostegno ufficiale ...

Stando alle previsioni, la spesa delle imprese dovrebbe segnare un ulteriore recupero negli Stati Uniti. Tuttavia, le interrelazioni tra profitti e investimenti sono divenute più blande negli ultimi anni, ed è perciò difficile valutare con precisione l'attuale livello di sottoutilizzo della capacità. In Giappone le prospettive potrebbero essere meno favorevoli. La quota degli investimenti sul prodotto è ancora elevata se raffrontata ad altri paesi, e lo stock di capitale ha continuato a crescere a ritmo costante. Nell'area dell'euro il quadro si presenta eterogeneo: se l'attuale saggio di investimento appare moderato, la produttività del capitale e i profitti mancano di vigore.

... le decisioni di investimento ...

Alla luce dei limitati segnali di reviviscenza dei mercati del lavoro, vi è da chiedersi se gli alti tassi di crescita della produttività debbano essere fonte di preoccupazione. L'attenzione si è concentrata sulla "jobless recovery" degli Stati Uniti, dove il numero di occupati ha cominciato a crescere solo negli ultimissimi tempi (grafico II.4). Da un lato, le prospettive apparentemente mediocri per i redditi da lavoro dipendente potrebbero incidere sul clima di fiducia, e le imprese non reinvestire i profitti per ridurre il debito. Dall'altro, il recupero del PIL indotto dalla produttività si è tradotto in più elevati redditi reali, che dovrebbero progressivamente spingere la spesa a prescindere dalla loro distribuzione iniziale. Ad esempio, la recente debolezza dei redditi nominali da lavoro dipendente potrebbe condurre a una contrazione dei prezzi al consumo e a un innalzamento del potere d'acquisto. In alternativa, una

... e le prospettive occupazionali



minore crescita dei salari potrebbe essere in certa misura compensata da maggiori dividendi, dal momento che il capitale delle imprese è in definitiva posseduto dalle famiglie. Gli Stati Uniti hanno di recente registrato un significativo aumento dei redditi non da lavoro dipendente, specie quelli da lavoro autonomo e da capitale. Infine, i maggiori profitti dovrebbero favorire un aumento dei corsi azionari, che potrebbe a sua volta originare positivi effetti di ricchezza sulla spesa.

Quesiti sulla  
sostenibilità della  
ripresa

Varie questioni vengono sollevate in merito alla sostenibilità dell'attuale fase di ripresa oltre il breve periodo. La prima riguarda la possibilità che politiche fiscali e monetarie espansive possano presto o tardi causare pressioni inflazionistiche. In secondo luogo, si pone il quesito se la solidità dei bilanci sia sufficiente a sorreggere la spesa, visti i già alti livelli del debito di operatori sia privati che pubblici. Infine, ci si chiede se sia sostenibile l'attuale situazione di ampi squilibri esterni. La risposta a tali interrogativi dipende in modo cruciale dal ritmo di crescita della produttività che i paesi industriali riusciranno a conseguire nel più lungo termine.

## Prospettive per la produttività

### *Livelli di produttività*

Ruolo centrale  
della produttività

È difficile sovrastimare l'importanza macroeconomica delle tendenze della produttività del lavoro, ossia la quantità di prodotto ottenuta per unità di lavoro. Essa svolge un ruolo centrale nel determinare gli standard di vita di un paese e – influenzando sulle aspettative di profitto e, pertanto, sui prezzi delle azioni – assume parimenti grande rilevanza per i mercati finanziari. Le stime della crescita della produttività, e quindi del prodotto potenziale, sono un elemento chiave di cui le autorità si avvalgono per valutare la portata delle pressioni inflazionistiche e le loro ricadute sui tassi di interesse, oltre che l'orientamento della politica fiscale e la sostenibilità delle posizioni di bilancio. A livello mondiale, i diversi tassi di crescita della produttività dei vari paesi condizionano i risultati economici relativi, sebbene vi concorrano anche altre determinanti strutturali, come il dinamismo delle forze di lavoro. Inoltre, essi incidono sui rendimenti relativi attesi, fungendo così da importante fattore propulsivo per i flussi internazionali di capitali. Infine, la misura in cui i maggiori livelli o incrementi di produttività di alcuni paesi possono essere replicati in altre economie influenza le prospettive per la crescita mondiale.

Alti livelli di  
produttività negli  
Stati Uniti

Il primo aspetto da rilevare è l'ampia disparità tra i vari paesi in relazione al PIL pro capite (misurato in base agli standard di potere di acquisto, SPA). Come si evince dalla tabella II.3, gli Stati Uniti primeggiano con un distacco di circa il 30% sulle altre principali economie industriali. Rispetto a tale misura, l'area dell'euro è in posizione migliore in termini di PIL per addetto, grazie soprattutto ai più bassi tassi di occupazione – che riflettono scelte sociali come il pensionamento anticipato – ma anche a una maggiore disoccupazione strutturale. Calcolando il prodotto in termini di ore lavorate, lo svantaggio dell'area dell'euro sugli USA si riduce al 10% circa, per effetto di un monte lavoro complessivamente inferiore. In altri termini, se l'area dell'euro è in ritardo rispetto agli Stati Uniti per quanto concerne il prodotto pro capite, ciò

Livelli di produttività <sup>1</sup>						
Stati Uniti = 100						
	PIL pro capite		Produttività del lavoro			
			per occupato		per ora lavorata	
	1995	2003	1995	2003	1995	2003
Area dell'euro	69	70	86	84	90	88
di cui: Germania	74	71	82	79	92	90
Francia	72	75	95	96	101	106
Italia	72	71	95	87	98	88
Spagna	54	63	80	80	74	72
Irlanda	62	87	88	99	81	97
Giappone	81	74	78	74	70	67
Regno Unito	69	79	74	81	72	77
Canada	80	87	91	92	87	84
Svezia	73	75	80	80	84	84

<sup>1</sup> Intera economia; calcoli basati sugli standard di potere di acquisto (SPA).  
Fonte: Eurostat. Tabella II.3

dipende sì in parte da una produttività del lavoro leggermente inferiore, ma soprattutto da rigidità strutturali e da una maggiore disponibilità di tempo libero. In termini di produttività del lavoro, la posizione relativa del Giappone è ancor meno favorevole.

#### *Crescita della produttività*

Per gran parte del periodo postbellico l'Europa e il Giappone avevano continuamente aumentato i livelli di produttività per portarsi più in linea con quelli degli Stati Uniti. Nei primi anni novanta, tuttavia, tale convergenza è sembrata arrestarsi, e in seguito potrebbe addirittura aver subito un'inversione. Queste differenze sono emerse con particolare evidenza a partire dall'ultima recessione, in seguito al pronunciato incremento della produttività USA nel 2002 e nel 2003.

Vi è da chiedersi se questa inversione di tendenza sia reale, o se invece non rispecchi semplicemente differenze cicliche e/o errori di misurazione. A causa del ritardo con cui il fattore lavoro si adegua alle variazioni del prodotto, la produttività del lavoro segue un andamento prociclico. Per esempio, le imprese che non hanno licenziato manodopera durante una fase recessiva possono innalzare i livelli di produzione quando la domanda accelera, senza dover aumentare in misura particolare l'occupazione effettiva; la crescita della produttività registra quindi un'impennata nei periodi di ripresa. Nella quasi totalità dei paesi industriali l'evidenza empirica conforta questo effetto positivo del ciclo sulla produttività. Il fatto che gli Stati Uniti abbiano segnato negli ultimi tempi la crescita più rapida del prodotto può aver amplificato la "componente ciclica" degli incrementi di produttività USA rispetto ad altri paesi.

Per quanto concerne gli errori di misurazione, i raffronti su scala internazionale si sono per lo più incentrati sulle variazioni della produttività, dato che misurarne i livelli conduce notoriamente a risultati imprecisi. Tuttavia, anche

Recente miglioramento della performance USA in termini relativi

I guadagni di produttività hanno tradizionalmente registrato significative oscillazioni cicliche

Raffrontare i mutamenti e i livelli di produttività tra loro conduce a risultati imprecisi ...

la stima delle variazioni pone taluni problemi. L'utilizzo di diversi metodi di calcolo del valore aggiunto in alcuni settori può influenzare l'incidenza di tali variazioni sul PIL, e pertanto il loro contributo alla crescita del prodotto. Un esempio di ciò è fornito dai settori del commercio al dettaglio e all'ingrosso – dove il valore aggiunto può essere più difficile da misurare –, che negli ultimi anni hanno svolto un ruolo cruciale nell'espansione della produttività USA. Inoltre, la misurazione della crescita del prodotto sembra variare sensibilmente fra paesi. Un problema frequentemente riscontrato a tale proposito è l'impiego di indici dei prezzi edonici, che permettono di tenere in miglior conto gli avanzamenti di qualità, in particolare – ma non solo – dei prodotti tecnologici. Un ulteriore problema concerne la misurazione della spesa in applicazioni informatiche. Gli Stati Uniti contabilizzano infatti tale spesa fra gli investimenti (che contribuiscono positivamente alla crescita del PIL, a differenza delle spese per consumi intermedi) molto più frequentemente degli altri principali paesi industriali. Una terza questione riguarda l'impiego di indici concatenati, anziché fissi, per deflazionare i tassi nominali di sviluppo. Secondo alcuni calcoli, la crescita annua del PIL effettivo in Europa sarebbe forse più elevata di quasi mezzo punto percentuale se i metodi statistici utilizzati fossero più simili a quelli statunitensi. Infine, numerose incertezze circondano anche la misurazione della crescita dell'occupazione; alcune stime indicano che ciò potrebbe incidere sul calcolo dei guadagni di produttività del lavoro e, per alcuni paesi, tradursi persino in un ulteriore mezzo punto percentuale l'anno.

... mentre le variazioni nei guadagni di produttività dovrebbero essere più comparabili

Laddove le misurazioni statistiche mostrano una coerenza temporale, le più gravi distorsioni presenti nelle stime della crescita del prodotto e del lavoro tendono a scomparire. Ciò significa che le misure dei tassi relativi di crescita della produttività dovrebbero essere maggiormente comparabili. Nondimeno, le discrepanze possono aumentare nel corso del tempo, anche se il loro contributo ai mutamenti dei differenziali effettivi dei tassi annui di crescita della produttività fra i principali paesi industriali non sembra aver superato il mezzo punto percentuale negli ultimi decenni.

#### *Misure della produttività nel settore delle imprese*

Settore delle imprese: divergenze nei guadagni tendenziali di produttività del lavoro tra i paesi dell'OCSE

Limitando i raffronti al settore delle imprese si può ovviare alle particolari difficoltà concernenti la misurazione del prodotto nel settore pubblico. Su questa base, una generale tendenza di lungo periodo nel mondo industriale è stata la flessione negli incrementi medi della produttività del lavoro a partire dagli anni sessanta. Questo rallentamento ha interessato la maggior parte delle economie, anche se in maniera molto diversa (tabella II.4). Alcuni paesi (quali Belgio e Spagna) hanno subito una costante decelerazione dei guadagni tendenziali della produttività del lavoro. In altri (come Germania, Giappone e Italia) la flessione è stata meno omogenea: la produttività è infatti accelerata negli anni ottanta, benché solo temporaneamente. In un terzo gruppo (Canada, Francia e paesi nordici) gli incrementi tendenziali del prodotto per ora lavorata sono diminuiti bruscamente dopo gli anni sessanta, per tornare ad aumentare negli ultimi anni. Gli Stati Uniti sono un caso a sé: il prodotto per ora lavorata è accelerato e sembra oggi crescere ai ritmi osservati prima degli anni settanta.

Questi andamenti divergenti potrebbero rispecchiare diversità nei profili di accumulazione (o intensità) di capitale o nei ritmi di avanzamento tecnologico (misurati dal tasso di crescita della produttività totale dei fattori, PTF). A prescindere dagli influssi congiunturali, gli incrementi tendenziali della PTF presentano ampi divari. Un primo gruppo di paesi (Canada, Francia, Stati Uniti e Svezia) ha registrato un chiaro miglioramento. L'aumento è stato rilevante negli Stati Uniti, dove la crescita della PTF è accelerata negli anni ottanta e nuovamente nel decennio successivo, ed è attualmente stimata al 2% annuo (grafico II.5). Un secondo gruppo comprende numerose economie dell'area dell'euro, il Giappone e il Regno Unito, che hanno accusato un forte declino della PTF tendenziale. Sembra infatti che in Giappone e in Italia questa sia stabile, se non in calo, poiché la crescita del prodotto è riconducibile soprattutto ai maggiori contributi forniti dal fattore lavoro e dall'incremento dell'intensità di capitale.

Divergenze anche nelle dinamiche del progresso tecnologico e della formazione di capitale

In sintesi, la produttività del lavoro USA – oltre a essere la più elevata fra i principali paesi industriali – ha fatto registrare i più rapidi tassi di crescita degli ultimi anni. Questa performance è la conseguenza non tanto di un mero incremento nella formazione di capitale, quanto del più alto tasso di progresso

Singolarità della performance USA

Guadagni di produttività <sup>1</sup>								
	Produttività del lavoro				Produttività totale dei fattori			
	Tendenza precedente		Tendenza attuale		Tendenza precedente		Tendenza attuale	
	Anno di inizio	Media	Anno di inizio	Media	Anno di inizio	Media	Anno di inizio	Media
Stati Uniti	1974	1,2	1998	2,8	1983	1,0	1998	2,1
Area dell'euro <sup>2</sup>	1979	2,6	1996	1,5	1988	1,4	1994	0,7
Germania	1989	3,5	1995	1,6	1988	2,4	1994	1,0
Francia	1993	1,7	2001	2,8	1992	0,4	1998	1,2
Italia	1991	2,8	1997	0,8	1990	0,9	1997	-0,2
Spagna	1986	2,0	1996	0,7	1982	2,2	1988	0,2
Paesi Bassi	1983	3,6	1993	1,5	1993	1,2	2000	0,4
Belgio	1976	4,0	1982	2,1	1976	1,8	1982	0,9
Finlandia	1989	4,4	1995	3,0	1993	3,7	2001	1,8
Irlanda	1978	3,5	1988	4,8	1995	5,4	2001	2,7
Giappone	1986	4,0	1994	2,0	1985	1,3	1994	0,1
Regno Unito	1985	0,8	1991	2,0	1970	2,1	1984	1,0
Canada	1973	1,2	1998	1,8	1974	0,6	1996	1,6
Australia	1991	2,3	2002	0,3	1992	1,9	2000	0,4
Svezia	1976	1,7	1991	2,3	1976	0,7	1992	1,6
Norvegia	1980	1,9	1989	2,9	1990	2,9	1996	2,1
Insieme dei paesi	1971	3,5	1977	2,0	1993	0,9	1999	1,4

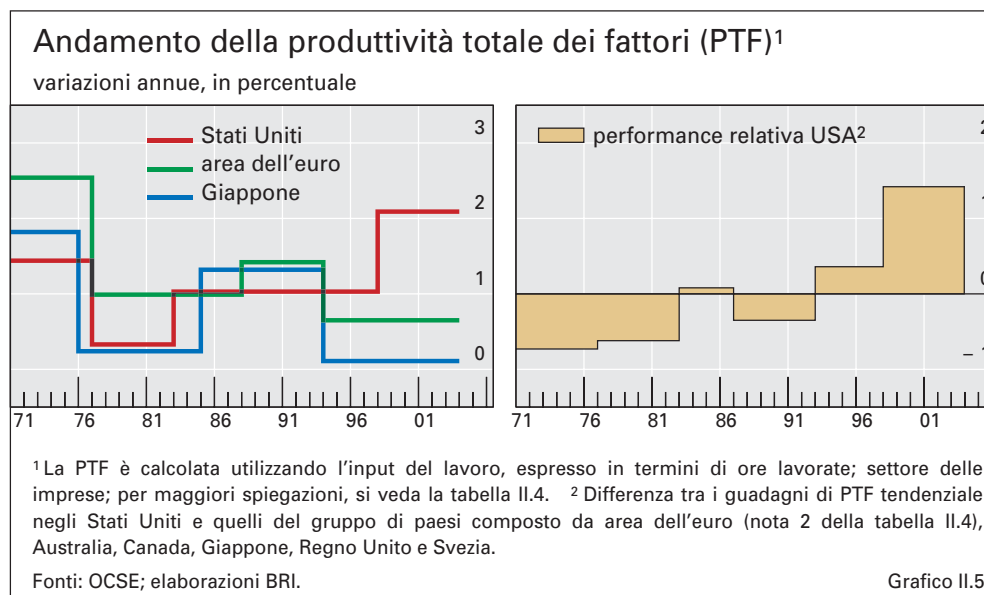
Nota: le tendenze della produttività del lavoro e della produttività totale dei fattori sono stimate mediante una regressione dei rispettivi logaritmi sulle tendenze temporali  $T^i$  (dato che la specificazione considera le discontinuità  $I$  della serie temporale se esse sono significative al livello del 95%) e su  $CY$ , un indicatore della posizione nel ciclo economico (utilizzo di capacità nell'industria, normalizzato). Per la PTF, ad esempio, si ha  $\log PTF = \sum_{i=1}^{t-1} \alpha^i T^i + \beta + \gamma CY + U$ , dove  $\alpha$ ,  $\beta$  e  $\gamma$  sono i parametri e  $U$  è il residuo della stima.

<sup>1</sup> Settore delle imprese; gli incrementi di produttività sono calcolati utilizzando input di lavoro espressi in ore lavorate. <sup>2</sup> Media ponderata di Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna, basata sul PIL e sui tassi di cambio riferiti alle PPA del 2000.

Fonti: OCSE; elaborazioni BRI.

Tabella II.4





tecnologico mantenuto durante l'ultima recessione. Un aspetto forse ancor più importante è che la performance degli Stati Uniti è migliorata anche in termini relativi, dato che all'accelerazione della crescita della PTF in questo paese ha fatto riscontro un rallentamento nella maggior parte delle altre economie.

#### *Uno sguardo al futuro*

È arduo prevedere se il crescente divario fra Stati Uniti e altri paesi in termini di PTF diminuirà o meno. È invece chiaro come il costante miglioramento della produttività USA osservato sin dagli anni ottanta non dipenda semplicemente da un più diffuso utilizzo di attrezzature informatiche, dato che in altre realtà il maggiore ricorso alla tecnologia non è riuscito a scongiurare una brusca flessione della PTF. Al contrario, l'accelerazione della produttività tendenziale negli Stati Uniti può senz'altro derivare in buona parte dalla precedente deregolamentazione attuata dal paese nei mercati dei beni e dei servizi. Il conseguente incremento di competitività potrebbe aver stimolato l'innovazione, creando forti incentivi a ridurre i costi di produzione e di distribuzione. Negli Stati Uniti si è di fatto assistito alla nascita di grandi produttori nel segmento delle tecnologie informatiche, caratterizzato sia da una concorrenza serrata sia da un elevatissimo tasso di avanzamento. Significativi miglioramenti della produttività sono stati altresì registrati nei comparti del commercio all'ingrosso e al dettaglio, contraddistinti anch'essi da un'accanita concorrenza. Inoltre, il mercato del lavoro USA ha fornito un utile contributo, come dimostrano il calo di lungo periodo della disoccupazione strutturale fin dagli anni settanta e l'alta mobilità dei lavoratori da settori in calo a settori in crescita. In definitiva, l'attuazione di riforme strutturali potrebbe essere un presupposto essenziale per creare più forti incentivi di mercato e replicare il processo di innovazione USA.

Nondimeno, permangono alcune incertezze sia sulla possibilità di mantenere i ritmi di incremento della produttività registrati di recente, sia sulla capacità dei paesi industriali di accelerare ulteriormente la crescita potenziale

Il ruolo degli investimenti informatici ...

... e delle riforme strutturali nella crescita dei livelli di produttività

Un aumento della crescita potenziale nel più lungo periodo?

nei prossimi anni. Da un lato, non è detto che i recenti aumenti nei guadagni di produttività degli USA si protraggano a tempo indeterminato. In particolare, la volontà delle imprese di tagliare i costi, insieme all'impatto ritardato dei precedenti massicci investimenti in attrezzature informatiche, potrebbe aver aumentato per un certo periodo il livello della produttività e, quindi, la sua crescita effettiva; con l'andar del tempo, tuttavia, tali effetti potrebbero esaurirsi. Dall'altro, le riforme strutturali degli ultimi due decenni hanno teso a innalzare la domanda di manodopera a bassa specializzazione, e ciò potrebbe parimenti aver frenato in misura significativa i guadagni reali totali di produttività negli Stati Uniti e in alcuni paesi europei (come Irlanda, Paesi Bassi e Regno Unito). Una conseguenza positiva è stata la flessione della disoccupazione strutturale. A un certo punto questi effetti transitori potrebbero cominciare a venir meno, lasciando forse emergere una maggiore crescita della produttività sottostante nei prossimi anni. In definitiva, da quanto detto in precedenza emergono significative divergenze tra i principali paesi industriali in termini di crescita tendenziale del PIL. Secondo alcune stime, questa potrebbe sfiorare il 3½% l'anno negli Stati Uniti, rispetto al 2½% circa nel Regno Unito, al 2% nell'area dell'euro e all'1½% in Giappone.

## Inflazione

I timori di pressioni deflazionistiche emersi nella prima parte del 2003 si sono affievoliti nel resto del periodo sotto rassegna. Persino in Giappone, dove sia i prezzi al consumo sia i prezzi dei terreni sono calati costantemente negli ultimi anni, si è cominciato a ritenere che la lotta alla deflazione potrebbe presto raggiungere un punto di svolta. A fugare i timori deflazionistici hanno contribuito il forte rialzo dei prezzi dei manufatti nel 2003 e l'impennata nei corsi delle materie prime.

Si affievoliscono i timori di deflazione

Nondimeno, l'inflazione mondiale rimane bassa. Un importante fattore è stato l'influsso degli output gap negativi. Le connesse pressioni al ribasso sui prezzi, rafforzate di recente dai guadagni di produttività di cui si è discusso nella sezione precedente, hanno inciso sull'evoluzione salariale. Per certi aspetti l'area dell'euro si è discostata dall'andamento generale, in quanto l'inflazione ha reagito con lentezza a uno scarto negativo e crescente fra prodotto effettivo e potenziale. L'inflazione è rimasta in prossimità della soglia del 2% fissata dalla BCE, rispecchiando in parte gli effetti ritardati dell'introduzione dell'euro in talune economie, nonché – aspetto ancor più importante – la viscosità dei costi del lavoro e gli sforzi ufficiali di incrementare il gettito fiscale aumentando le imposte indirette e il costo dei servizi pubblici.

L'inflazione rimane bassa a livello mondiale

Le attese inflazionistiche sono parimenti rimaste ben ancorate a bassi livelli. Il differenziale di rendimento tra obbligazioni indicizzate e titoli tradizionali indica che nell'area dell'euro e negli Stati Uniti le aspettative con un orizzonte fino a dieci anni hanno oscillato tra l'1½ e il 2½% durante il periodo in esame. Questa relativa stabilità è perdurata anche sullo sfondo di marcate variazioni nelle prospettive di crescita e di forti aggiustamenti dei cambi. In effetti, nelle maggiori economie industriali sembra che l'influsso delle oscillazioni valutarie sui prezzi sia stato finora molto limitato. Negli Stati Uniti

Ancoraggio delle aspettative di inflazione

l'inflazione dei prezzi al consumo è rimasta bassa malgrado l'indebolimento del dollaro. Analogamente, essa non è diminuita nell'area dell'euro, né in Giappone è aumentata la deflazione, nonostante l'apprezzamento delle due valute. Per contro, in Canada e in Australia il calo dei prezzi all'importazione indotto dall'andamento del cambio ha determinato una decelerazione dei prezzi al consumo, rilanciando il dibattito sulle dimensioni e sulle dinamiche del processo di traslazione nelle economie aperte di minori dimensioni.

#### *Le prospettive per l'inflazione*

L'inflazione dovrebbe restare bassa, nonostante i rincari delle materie prime

Nell'immediato, il principale rischio inflazionistico potrebbe provenire dai bruschi rincari delle materie prime (tabella II.5). Una perdurante accelerazione della produzione industriale cinese e l'avvio di una crescita sincrona del prodotto nei principali paesi industriali potrebbero facilmente determinarne ulteriori incrementi. Non è neanche da escludere che i prezzi delle esportazioni cinesi ad alta intensità di materie di base possano a loro volta aumentare. Nelle economie avanzate, tuttavia, le merci non petrolifere rappresentano una percentuale minima dei costi complessivi; l'impatto in termini di dollari USA di eventuali rincari è molto più blando nei paesi con monete in apprezzamento, e i recenti aumenti del greggio si sono già in gran parte manifestati nei prezzi. Taluni osservatori hanno parimenti fatto rilevare che la crescente liquidità dell'economia mondiale potrebbe alimentare l'inflazione o sospingere i prezzi delle attività (Capitoli IV e VII). Ma l'espansione degli aggregati monetari nei principali paesi industriali è rallentata di recente, e questo è un fatto incoraggiante.

In questa fase del ciclo sono ancora all'opera forze disinflazionistiche

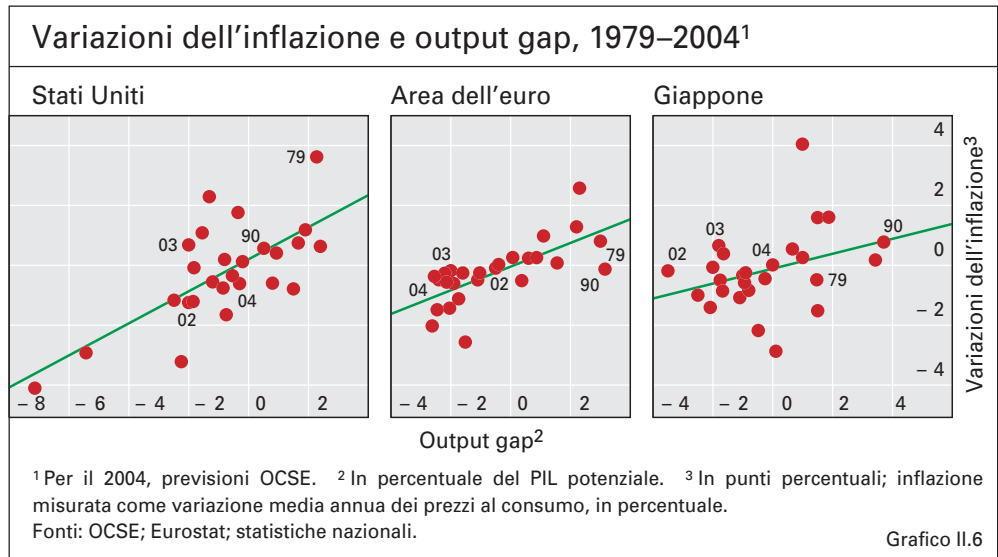
Si è anche ipotizzato che le forze disinflazionistiche di fondo continueranno a esercitare il loro influsso per qualche tempo. La dinamica storica induce a ritenere che gli output gap negativi si accompagnino a un calo dell'inflazione (grafico II.6). Nel settore manifatturiero il margine di capacità inutilizzata è particolarmente ampio, e potrebbe essere persino maggiore di quanto non indichino le stime nazionali, stante l'accresciuta integrazione globale e la rapida espansione della capacità produttiva in Asia. Permane inoltre un consistente sottoimpiego di capacità nei principali mercati del lavoro,

Interscambio mondiale e prezzi <sup>1</sup>					
variazioni medie annue, in percentuale					
	1991-2000	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>
Volumi dell'interscambio	7,3	-0,5	3,1	5,2	7,1
Prezzi dell'interscambio (in dollari USA)	-0,8	-3,5	0,9	11,6	6,1
Manufatti	-0,9	-2,8	2,4	14,5	7,7
Petrolio	2,1	-13,8	2,5	15,8	3,8
Altre materie prime	-0,5	-4,0	0,5	7,1	7,6
Ragioni di scambio, economie avanzate <sup>3</sup>	0,0	0,4	1,1	1,3	0,3

<sup>1</sup> Solo beni. <sup>2</sup> Previsioni FMI. <sup>3</sup> Economie industriali avanzate più economie asiatiche di recente industrializzazione (Corea, Hong Kong SAR, Singapore e Taiwan, Cina).

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella II.5



e ciò lascia presagire che la crescita dei costi unitari del lavoro, specie in quei paesi dove i guadagni di produttività sono stati cospicui, rimarrà moderata.

## I bilanci del settore privato

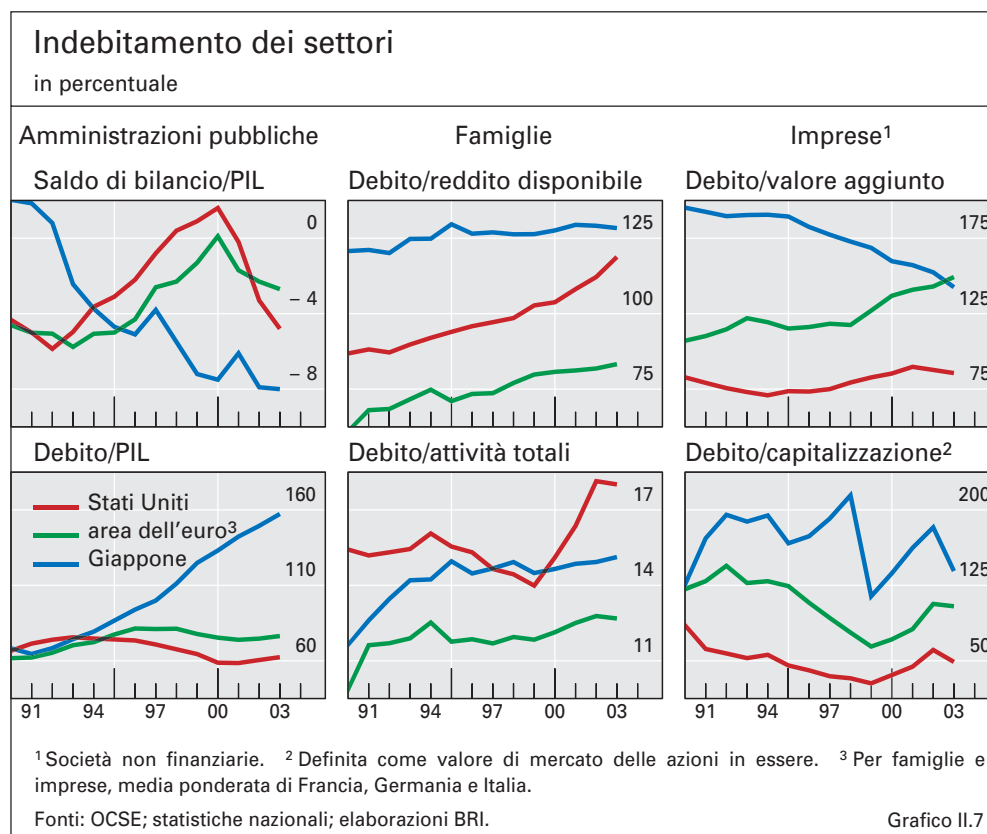
### Imprese

Dopo il recente rallentamento, ridurre gli oneri debitori è divenuto un importante obiettivo per molte imprese, e progressi in questo ambito sono stati compiuti su scala mondiale. L'aumento della domanda, il contenimento delle assunzioni e degli incrementi salariali, nonché (forse) un maggior potere di fissazione dei prezzi hanno contribuito a sospingere i profitti. A migliorare i saldi finanziari è intervenuta anche la riluttanza delle imprese a investire in beni strumentali, unitamente all'impatto dei bassi tassi di interesse sui costi del servizio del debito. I bilanci societari hanno beneficiato inoltre del recupero dei prezzi delle attività finanziarie; gli indici di indebitamento si sono generalmente ridotti (grafico II.7), pur rimanendo ben al di sopra dei livelli osservati durante il picco delle quotazioni azionarie.

Questo miglioramento è stato particolarmente pronunciato in Giappone. Nonostante una marcata ripresa degli investimenti, l'avanzo finanziario delle imprese è balzato al 7% del PIL nel 2003. Il debito societario è sceso a circa il 140% del valore aggiunto del settore, rispetto a quasi il 200% dei primi anni novanta. Un rafforzamento delle posizioni finanziarie è stato evidente anche negli Stati Uniti. Gli ingenti guadagni di produttività si sono riverberati direttamente sugli utili, e la quota dei profitti è di recente tornata ai massimi del 1997, ben al di sopra della media di lungo periodo (grafico II.2, diagramma di sinistra). L'espansione del debito delle imprese (pari a oltre il 10% l'anno alla fine dello scorso decennio) è rallentata, riducendo i rapporti debito/valore aggiunto a livelli prossimi alla media degli anni novanta. Nell'area dell'euro, per converso, sono mancati miglioramenti significativi della redditività societaria, di riflesso alla debolezza della domanda, all'apprezzamento valutario, alla viscosità dei costi del lavoro e ai bassi guadagni di produttività. Di conseguenza, i rapporti debito/valore aggiunto sono ulteriormente aumentati.

Segni di un certo miglioramento dei bilanci societari ...

... specie in Giappone



Permangono rischi

Anche se la situazione del settore societario è migliorata dall'ultima fase recessiva, permangono alcune incertezze. In primo luogo, sussistono tuttora ampie divergenze settoriali. Negli Stati Uniti a trarre maggiore beneficio dall'incremento degli utili sono state le istituzioni finanziarie e le società informatiche. All'opposto, i profitti sono rimasti sostanzialmente invariati nei settori del commercio, dei servizi pubblici e della produzione di beni durevoli non informatici. In Giappone il miglioramento ha interessato soprattutto i grandi produttori di manufatti destinati all'esportazione. In secondo luogo, le condizioni creditizie per le piccole e medie imprese restano difficili tanto in Giappone quanto in alcuni paesi europei. Una terza fonte di preoccupazione deriva dal fatto che sia i corsi azionari (e quindi l'incidenza del capitale di prestito sul capitale di rischio) sia il servizio del debito hanno tratto profitto dal livello insolitamente basso dei tassi di interesse sulle attività prive di rischio. Infine, le incertezze circa l'entità delle passività pensionistiche delle imprese e i recenti scandali di natura contabile offuscano ulteriormente le prospettive.

#### Famiglie

Le passività delle famiglie sono andate crescendo ...

Sul versante dei bilanci delle famiglie il quadro si presenta ancor più composito. Nell'ultimo decennio il rapporto fra debito e reddito è cresciuto costantemente nei principali paesi dell'OCSE. Tale incremento rispecchia in massima parte la cospicua espansione del debito ipotecario in un contesto di continua innovazione finanziaria. La crescente importanza di questa forma di indebitamento fa ritenere che nel settore delle famiglie gli aumenti delle passività si siano

generalmente accompagnati ad aumenti delle attività, lasciando invariata la ricchezza netta aggregata. Ad esempio, la quota di famiglie proprietarie della casa di abitazione negli Stati Uniti è cresciuta di quasi 5 punti percentuali tra la metà degli anni novanta e il 2003. Inoltre, l'aumento del debito andrebbe considerato alla luce della tendenza calante di lungo periodo dei tassi di interesse, che ha innalzato il livello di indebitamento "sostenibile" delle famiglie.

Nella gran parte dei paesi industriali la crescita del debito delle famiglie è intervenuta parallelamente a un pronunciato calo dei tassi di risparmio del settore durante lo scorso decennio (grafico II.2, diagramma di destra). L'attenzione si è focalizzata sugli Stati Uniti e sul Regno Unito, dove di recente il dinamismo dei consumi privati è stato maggiore e i saggi di risparmio delle famiglie appaiono in effetti alquanto bassi se raffrontati al resto dell'area dell'OCSE. In una prospettiva storica, tuttavia, i tassi di risparmio sono calati nettamente anche in Australia, Canada e Giappone. La principale eccezione a questo andamento globale proviene dall'area dell'euro. I tassi di risparmio delle famiglie francesi sono aumentati costantemente dalla fine degli anni ottanta. Negli altri paesi dell'area essi hanno parimenti registrato un balzo negli anni più recenti. Ciò rispecchia forse la più elevata inflazione percepita a seguito dell'introduzione dell'euro e gli andamenti sfavorevoli sui mercati del lavoro, ma anche le incertezze riguardo ai sistemi previdenziali e alla finanza pubblica, oltretutto più in generale all'adozione di riforme strutturali.

Il fatto che i tassi di risparmio delle famiglie nell'area dell'OCSE siano così bassi in una prospettiva storica potrebbe indicare l'eventualità che la domanda passata sia stata in parte "mutuata" dal futuro, e che il ritorno a comportamenti "normali" riduca la spesa. Tuttavia, è possibile che i parametri storici non siano più appropriati. La costante crescita della ricchezza netta delle famiglie negli ultimi decenni in gran parte dei paesi potrebbe aver comportato un calo del livello di equilibrio dei risparmi del settore. Un'importante eccezione è costituita dal Giappone, dove il tasso di risparmio si è dimezzato dal 1991 e la ricchezza netta ha subito significative flessioni. Le recenti tendenze del risparmio potrebbero altresì rispecchiare una più efficiente offerta di credito ipotecario, specie negli Stati Uniti e nelle altre economie dove le famiglie possono più facilmente estrarre ricchezza dagli immobili di abitazione e mutuare somme a fronte di plusvalenze patrimoniali non realizzate. La disponibilità di siffatte garanzie reali può fortemente ridurre il costo del credito e contribuire a modulare meglio la distribuzione intertemporale dei consumi, accrescendo così il benessere nell'economia.

Tuttavia, non è da escludere che i proprietari di case possano aver sovrastimato la propria ricchezza e, per il tramite di un maggior indebitamento, accresciuto la propria vulnerabilità agli shock (Capitoli VI e VII). Desta ad esempio preoccupazione la possibilità di improvvisi aumenti dei tassi di interesse, che esporrebbero in modo particolare i proprietari immobiliari di Regno Unito, Australia e Spagna, dove sono maggiormente diffusi i mutui ipotecari a tasso variabile. Nondimeno, se i maggiori tassi di interesse dovessero riflettere aspettative di un aumento del prodotto, di una più rapida crescita dei redditi delle famiglie e di una minore disoccupazione, la sostenibilità del debito di questo settore sarebbe maggiore.

... mentre i tassi di risparmio sono costantemente calati

Non è detto che i tassi di risparmio debbano crescere ...

... ma le famiglie sono vulnerabili a shock avversi

## Prospettive per la finanza pubblica

### *Timori per la debolezza delle posizioni di bilancio*

L'impiego della politica di bilancio a sostegno della crescita globale negli anni recenti ha sollevato dubbi circa la sostenibilità del debito pubblico. In soli tre anni il saldo delle amministrazioni pubbliche USA è passato da un'eccedenza a un disavanzo pari al 5% del PIL. I bilanci statali si sono deteriorati anche in Europa, seppur in misura molto minore. In Giappone il deficit del settore pubblico continua a essere molto alto, sfiorando l'8% del PIL.

I disavanzi pubblici hanno contribuito ad attenuare l'impatto del rallentamento ...

Benché la presenza di disavanzi pubblici richieda sempre un attento monitoraggio, i livelli toccati di recente – con la principale eccezione del Giappone – non sono senza precedenti. Inoltre, la politica fiscale è stata utilizzata in modo tempestivo (ancorché forse fortuito) per smorzare gli effetti del recente rallentamento. Tuttavia, questa stessa flessibilità mette in risalto l'importanza di un programma di disciplina fiscale a medio termine che sia garanzia di moderazione in tempi normali, consentendo così alle autorità pubbliche di reagire in modo anticiclico in situazioni sfavorevoli. Fortunatamente, il recente aumento dei deficit statali ha interessato soprattutto quei paesi – in particolare Stati Uniti e Regno Unito – che avevano creato un sufficiente margine di manovra durante la precedente espansione.

... e i livelli del debito non sono ancora chiaramente eccessivi

I livelli del debito pubblico in molti paesi non sono ancora chiaramente eccessivi. Le passività lorde delle amministrazioni pubbliche USA restano, in percentuale del PIL, significativamente inferiori rispetto ai primi anni novanta. Nell'area dell'euro la situazione è addirittura migliorata in quei paesi dove la sostenibilità del debito pubblico era maggiormente a rischio, come ad esempio il Belgio. Nondimeno, nell'ultimo decennio le passività statali sono mediamente cresciute, e nelle tre maggiori economie superano attualmente il tetto del 60% del PIL previsto dal Trattato di Maastricht. In Giappone il debito pubblico dovrebbe raggiungere quest'anno il 160% del prodotto e la sua crescita annua continua ad aggirarsi intorno al 5% del PIL.

Ma il debito pubblico non può aumentare illimitatamente ...

È evidente che il debito del settore pubblico non può crescere illimitatamente. Posizioni di bilancio deboli possono innalzare i tassi di interesse a lungo termine e spiazzare l'investimento privato qualora i mercati non ne prevedano una correzione. Nel caso in cui il governo cercasse di contrastare questo processo attraverso lo stimolo monetario potrebbero insorgere pressioni inflazionistiche. L'esperienza degli ultimi decenni insegna che quanto più si procrastina l'azione di consolidamento fiscale, tanto maggiore sarà l'esigenza di pesanti aggiustamenti in seguito. Le operazioni di consolidamento messe in atto da alcuni paesi europei fortemente indebitati, come il Belgio e l'Italia negli anni novanta, hanno comportato pesanti tagli alla spesa pubblica e un notevole aumento del carico fiscale.

... e ciò accresce l'esigenza di un consolidamento di bilancio ...

In questa prospettiva di più lungo periodo si rende necessario un significativo miglioramento dei saldi di bilancio correnti in molte grandi economie, non foss'altro che per stabilizzare gli attuali livelli del rapporto debito netto/PIL (tabella II.6). Oltre a ciò, i tassi di interesse sono al momento molto bassi, e un loro eventuale ritorno su livelli più coerenti con le medie storiche innalzerebbe il costo del servizio di uno stock di debito ancora in crescita. È poi necessario

ripristinare un certo margine precauzionale di manovra, specie in quei paesi con disavanzi strutturali relativamente elevati. Questa esigenza è resa tanto più impellente dall'eccessivo ottimismo delle proiezioni ufficiali di bilancio – così evidente negli ultimi anni – e dalle incertezze sulle tendenze della crescita potenziale di cui si è discusso in precedenza.

Alcuni governi hanno già manifestato l'intenzione di ridurre i disavanzi pubblici nei prossimi anni, nel presupposto che perduri l'attuale fase di ripresa. Tuttavia, taluni di questi programmi appaiono alquanto ambiziosi, e i mercati potrebbero senz'altro ritenerli irrealistici, e fors'anche insufficienti. Ciò ha rafforzato gli argomenti in favore dell'adozione nelle principali economie industriali di una credibile strategia fiscale a medio termine, che dovrebbe però anche lasciare un certo margine per politiche discrezionali. Il recente allentamento delle regole fiscali – che erano state strumentali nel conseguire il consolidamento dei bilanci negli anni novanta – costituisce così motivo di preoccupazione. Nell'area dell'euro, ad esempio, diversi paesi hanno infranto

... e di credibili programmi di disciplina fiscale a medio termine

Indicatori fiscali nel 2003							
	Saldo finanziario	Saldo strutturale <sup>1</sup>	Saldo ciclico <sup>2</sup>	Debito netto	Debito lordo	Stabilizzazione del debito <sup>3</sup>	Rischio sui pagamenti in conto interessi <sup>4</sup>
Stati Uniti	-4,9	-3,9	-1,0	47	63	2,7	0,6
Area dell'euro	-2,8	-1,6	-1,2	55	76	0,6	-0,3
Germania	-4,0	-2,4	-1,6	52	65	2,7	-0,5
Francia	-4,1	-2,9	-1,2	43	70	2,5	-0,8
Italia	-2,4	-1,4	-1,0	94	117	-1,5	0,4
Spagna	0,3	1,0	-0,7	36	63	-2,6	0,9
Paesi Bassi	-3,2	-2,1	-1,1	43	54	1,4	-0,8
Belgio	0,2	-1,0	1,2	93	102	-4,4	0,3
Austria	-1,2	0,1	-1,3	45	67	-0,6	-0,3
Grecia	-2,7	-2,6	-0,1	...	103	-4,5	1,7
Portogallo	-2,8	-0,9	-1,9	...	60	0,3	-1,6
Finlandia	2,1	2,8	-0,7	-47	53	-0,7	-1,4
Irlanda	-0,3	1,0	-1,3	...	32	-2,0	-2,4
Giappone	-8,2	-7,2	-1,0	79	155	9,2	1,1
Regno Unito	-3,0	-2,7	-0,3	32	54	1,3	0,3
Canada	1,2	1,8	-0,6	35	76	-3,3	1,1
Australia	-0,6	-0,5	-0,1	3	18	0,4	-0,2
Svezia	0,2	1,2	-1,0	3	63	-0,3	0,8
Danimarca	1,2	2,3	-1,1	5	51	-1,4	-0,7
Norvegia	9,3	-3,0	12,3	-90	24	-5,3	-1,2
Nuova Zelanda	2,4	3,7	-1,3	15	38	-3,1	-0,2
Insieme dei paesi <sup>5</sup>	-4,1	-3,2	-0,9	50	79	2,5	0,4

Nota: tutti i dati si riferiscono alle amministrazioni pubbliche e sono espressi in percentuale del PIL.

<sup>1</sup> Saldo finanziario depurato degli effetti del ciclo; per la Norvegia, esclusi gli introiti da attività petrolifere. <sup>2</sup> Differenza fra saldo finanziario e saldo strutturale. <sup>3</sup> Variazione della posizione finanziaria occorrente per stabilizzare il debito netto (lordo per Grecia, Irlanda e Portogallo), ipotizzando una crescita del PIL nominale al tasso potenziale. <sup>4</sup> Differenza fra pagamenti lordi potenziali ed effettivi in conto interessi; i pagamenti potenziali sono quelli che emergerebbero nel caso in cui la differenza tra crescita del PIL nominale e tasso di interesse sul debito lordo (netto per la Grecia) fosse pari alla sua media 1994–2003. <sup>5</sup> Media ponderata dei paesi elencati, basata sul PIL e sui tassi di cambio riferiti alle PPA del 2000.

Fonti: FMI; OCSE; elaborazioni BRI.

Tabella II.6



i limiti al disavanzo fissati dal Patto di stabilità e crescita. Negli Stati Uniti le autorità hanno abbandonato il sistema di massimali alla spesa discrezionale introdotto negli anni novanta. Ed è sempre maggiore l'esigenza di adottare una strategia a lungo termine per far fronte al crescente debito pubblico in Giappone.

### *Il problema dell'invecchiamento della popolazione*

Destano forte preoccupazione le ricadute dell'invecchiamento della popolazione sui bilanci statali

Seppur con riluttanza, viene sempre più riconosciuto che l'impegno dei governi dei paesi industriali a farsi carico della previdenza e dell'assistenza sanitaria agli anziani non potrà essere onorato senza che intervengano ulteriori azioni ufficiali. Tale problema andrebbe inquadrato nel più ampio contesto delle conseguenze macroeconomiche dell'invecchiamento della popolazione. Nell'ipotesi che le attuali tendenze dei tassi di natalità e dell'immigrazione restino invariate, nei prossimi decenni il rapporto tra popolazione attiva e non attiva peggiorerà drasticamente. Si prevede, pertanto, un brusco aumento dei futuri diritti pensionistici. Ciò comporta il rischio che la conseguente pressione fiscale per le future – e relativamente ridotte – generazioni di lavoratori divenga eccessiva, determinando un diffuso e traumatico abbattimento delle prestazioni, ovvero una loro riduzione di fatto indotta da una maggiore inflazione.

Per scongiurare questa prospettiva si potrebbero contemplare tre tipologie di intervento. La prima, e più importante, mira ad accrescere nell'opinione pubblica una consapevolezza di ordine puramente aritmetico; ciò implica il pieno riconoscimento delle passività implicite derivanti dall'invecchiamento della popolazione, spesso nascoste nelle pieghe dell'attuale contabilità di bilancio. Una seconda azione, che si ricollega alla prima, consiste nel ridurre in modo ordinato i diritti garantiti, limitando così i trasferimenti tra generazioni correnti e future di lavoratori. Una terza misura spesso proposta è quella di integrare l'impegno statale con il risparmio privato, quantunque una modifica degli accordi pensionistici sarebbe di scarso ausilio nell'affrontare il problema dei diritti precedentemente acquisiti.

È fondamentale innalzare il tenore medio di vita

La questione centrale, tuttavia, è aumentare l'insieme delle risorse (ossia, il reddito nazionale) cui attingere per le prestazioni sociali future. Una prima soluzione avanzata è quella di accrescere i tassi di risparmio, e quindi il capitale disponibile a sostegno dei lavoratori futuri, attraverso un maggiore ricorso a schemi di risparmio a finanziamento privato. È vero che questi sono spesso considerati più idonei ad affrontare le conseguenze dell'invecchiamento, ma se i risparmi nazionali cresceranno realmente in termini aggregati, e se ciò innalzerà realmente i redditi futuri, è tuttora oggetto di discussione. Inoltre, i paesi che per primi avranno a che fare con le conseguenze dell'invecchiamento (Europa e Giappone) presentano già livelli relativamente alti di risparmio privato, e investimenti ancor maggiori potrebbero non rivelarsi particolarmente efficaci nel sospingere il prodotto potenziale. Una seconda soluzione proponibile è quella di accrescere le forze di lavoro in futuro, vale a dire nel momento in cui occorrerà effettuare più elevati trasferimenti pubblici. Molti paesi hanno già preso provvedimenti per innalzare l'età pensionabile, e taluni potrebbero senz'altro considerare di permettere un maggiore afflusso di

lavoratori stranieri. L'esperienza passata insegna che le politiche volte ad arginare la disoccupazione strutturale e ad ampliare la partecipazione delle forze di lavoro possono parimenti influire in misura sostanziale sul livello del prodotto potenziale. Una terza proposta prevede di accrescere l'ammontare di prodotto generato da un dato input di lavoro e capitale. Maggiori guadagni nella produttività totale dei fattori lascerebbero più risorse disponibili per il consumo di una popolazione attiva in calo e di una popolazione non attiva in crescita. Nell'ipotesi che si protragga, la divergenza nei guadagni tendenziali di produttività notata in precedenza fa ritenere che a questo riguardo gli Stati Uniti si trovino in una posizione migliore rispetto alla maggior parte degli altri paesi industriali.

## Andamento dei conti correnti

### *Ampliamento degli squilibri globali di parte corrente*

Ampi squilibri correnti hanno continuato a caratterizzare l'economia globale nel 2003 (tabella II.7). Il disavanzo della bilancia dei pagamenti USA è salito a quasi \$550 miliardi, pari a circa il 5% del PIL statunitense. A registrare eccedenze del conto corrente sono stati soprattutto i paesi asiatici, ma anche alcune economie europee (*in primis* Germania, Svizzera e Norvegia). A causa delle lacune statistiche, nel 2003 non sono stati rilevati disavanzi globali per oltre \$100 miliardi; tali discrepanze, che si protraggono dalla fine degli anni novanta, incidono sulle analisi delle attuali posizioni di parte corrente.

Dalla metà dello scorso decennio il disavanzo USA è più che triplicato in termini di incidenza sul PIL; in massima parte il corrispondente incremento delle eccedenze fa capo ai paesi emergenti (soprattutto asiatici). Il quadro è rimasto relativamente più stabile per le altre principali economie industriali. In Giappone sono stati regolarmente registrati sensibili avanzi di parte corrente, nell'ordine del 2-3% del PIL, e anche nell'area dell'euro si è osservata una generale stabilità dei conti correnti, che nell'ultimo decennio hanno in media segnato surplus solo modesti.

Il disavanzo  
corrente USA ...

... è triplicato dalla  
metà degli anni  
novanta ...

Saldo dei conti correnti nelle principali regioni					
in miliardi di dollari USA					
	1991-2000 <sup>1</sup>	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>
Stati Uniti	-150	-394	-481	-542	-496
Unione europea	9	-6	67	36	48
Giappone	107	88	113	138	144
Altri paesi industriali avanzati	4	56	46	41	44
Asia emergente	22	90	132	148	128
Resto del mondo	-72	-3	13	58	33
<i>Mondo</i> <sup>3</sup>	-80	-169	-110	-121	-99

<sup>1</sup> Media. <sup>2</sup> Previsioni FMI. <sup>3</sup> Comprende errori, omissioni e asimmetrie delle statistiche di bilancia dei pagamenti.

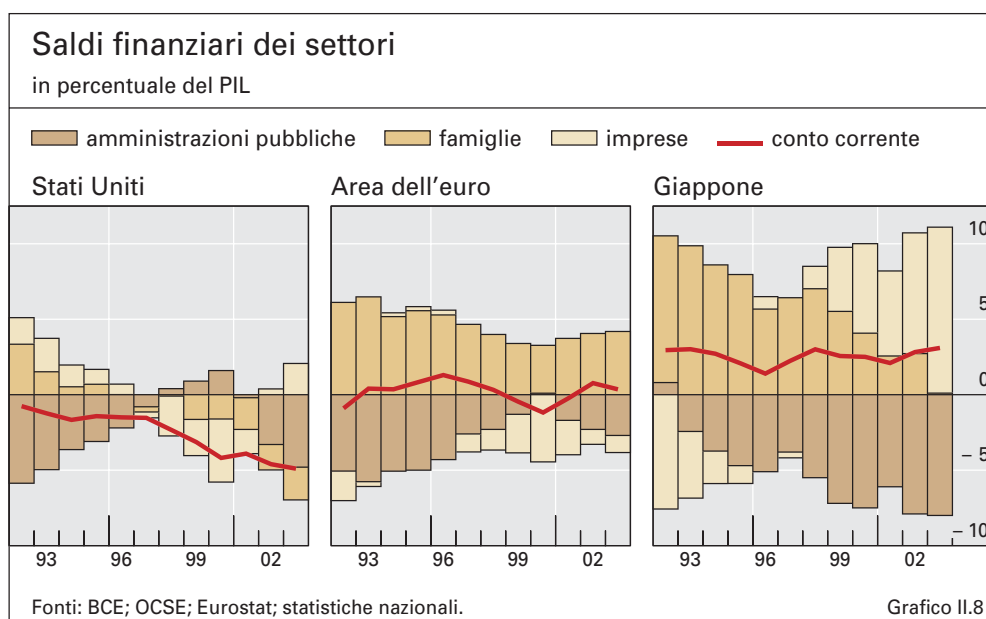
Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; statistiche nazionali.

Tabella II.7

Alla fine degli anni novanta lo squilibrio negli Stati Uniti era stato accentuato dalla forte crescita della domanda e dall'alto valore del dollaro. Negli anni recenti, tuttavia, esso si è continuamente ampliato nonostante l'indebolimento della valuta americana. Ciò potrebbe essere riconducibile al classico effetto "curva a J" (per cui il saldo della bilancia commerciale peggiora nella fase iniziale del deprezzamento del cambio), così come ai rincari del petrolio. Nondimeno, i prezzi all'importazione negli Stati Uniti hanno seguito un andamento piuttosto moderato, rispecchiando la pratica diffusa degli esportatori esteri di fissare i prezzi in funzione del mercato di sbocco. In realtà, il deficit commerciale USA avrebbe tratto origine dalla crescita economica del paese, più rapida rispetto a quella della maggioranza dei suoi partner commerciali, nonché dall'elasticità delle importazioni alla domanda interna, che appare maggiore di quella delle esportazioni alla domanda estera.

... di riflesso a un crescente divario fra risparmio e investimenti

Il pronunciato aumento del fabbisogno di finanziamento esterno degli Stati Uniti dalla metà degli anni novanta si è accompagnato ovviamente a un crescente divario fra risparmio e investimenti. Prima dell'ultimo rallentamento economico il risparmio delle famiglie aveva subito un calo, mentre gli investimenti erano aumentati in rapporto al PIL. Questi due fattori avevano sospinto il disavanzo del conto corrente, nonostante il netto miglioramento delle posizioni di bilancio (grafico II.8). Dopo la recessione il quadro è mutato: gli investimenti sono stati ridotti e il risparmio nel settore delle imprese è salito. Peraltro, l'indebitamento estero degli USA ha seguito ad aumentare, parallelamente alla comparsa di un ampio saldo negativo nel risparmio del settore pubblico. Ciò ha fatto paventare un ritorno al problema dei "deficit gemelli", richiamando l'esperienza degli anni ottanta. Una tendenza più persistente è stata tuttavia quella che ha visto gli ampi disavanzi di parte corrente associarsi a livelli costantemente bassi di risparmio netto delle famiglie.



Risparmio e investimento									
in percentuale del PIL									
	Investimento			Conto corrente			Risparmio interno		
	Variazione		Livello	Variazione		Livello	Variazione		Livello
	1997-2000	2000-2003	2003	1997-2000	2000-2003	2003	1997-2000	2000-2003	2003
Stati Uniti	1,0	-2,4	18,4	-2,7	-0,7	-4,9	-1,6	-3,2	13,4
Area dell'euro	1,7	-2,1	19,9	-2,0	1,6	0,4	-0,4	-0,5	20,3
Altri paesi europei <sup>1</sup>	0,4	-1,8	16,6	-0,4	0,5	2,0	-0,1	-1,3	18,6
Altri paesi avanzati <sup>2</sup>	0,1	0,9	22,1	2,5	-1,3	-1,1	2,5	-0,4	21,0
Giappone	-2,4	-2,3	24,0	0,2	0,7	3,2	-2,1	-1,6	27,2
Asia emergente, economie principali <sup>3</sup>	-3,9	1,4	30,7	2,3	0,9	4,0	-1,6	2,3	34,6
Altri principali paesi emergenti <sup>4</sup>	-1,0	-1,2	20,6	1,3	2,0	0,7	0,2	0,8	21,3
Totale	-0,2	-1,8	21,0	-0,9	0,4	-0,5	-1,1	-1,3	20,5

<sup>1</sup> Danimarca, Norvegia, Regno Unito, Svezia e Svizzera. <sup>2</sup> Australia, Canada e Nuova Zelanda. <sup>3</sup> Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. <sup>4</sup> Argentina, Brasile, Cile, Messico, Polonia, Repubblica ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonti: BCE; Eurostat; CEIC; statistiche nazionali. Tabella II.8

Il profilo del risparmio è stato in certa misura più stabile in Europa, anche se all'interno dell'area dell'euro si sono verificati cambiamenti di rilievo dalla metà degli anni novanta. In Germania si è osservata un'ampia eccedenza del conto corrente laddove gli investimenti sono calati. Il rapporto investimenti/PIL ha mostrato una maggiore stabilità in Italia, dove però la flessione del risparmio delle famiglie ha determinato la formazione di un cospicuo deficit di parte corrente. Il Giappone ha continuato ad accusare un costante e parallelo declino sia nel risparmio che negli investimenti (tabella II.8). Nei paesi emergenti dell'Asia gli investimenti, ridimensionati dopo la crisi finanziaria del 1997-98, sono cresciuti in misura soltanto modesta negli ultimi anni, mentre i tassi di risparmio hanno registrato un deciso incremento. In altre economie emergenti il saldo aggregato di parte corrente è migliorato, di riflesso ai maggiori risparmi e ai minori investimenti.

Profilo del risparmio e degli investimenti al di fuori degli USA

#### *Significative incertezze nel medio termine*

L'ampliarsi degli squilibri esterni e la percezione che l'offerta di beni e servizi a basso costo dalle economie asiatiche in rapido sviluppo possa minacciare l'occupazione nei paesi sviluppati hanno accentuato i rischi di protezionismo. Le spinte protezionistiche potrebbero inoltre essere esacerbate dalla progettata eliminazione dei contingenti all'importazione di prodotti tessili e dalla sempre più dibattuta esternalizzazione dei servizi informatici all'estero (ad esempio, in India). Questi timori sono chiaramente eccessivi, vista la dimensione relativamente modesta dei settori considerati. Fra l'altro, vari paesi hanno mostrato per molti anni di poter far fronte al perdurante declino dei posti di lavoro a bassa specializzazione nell'industria manifatturiera. Anzi, la disoccupazione strutturale nell'area dell'OCSE è in calo dalla metà degli anni novanta.

Rischi di protezionismo

Una seconda problematica riguarda le modalità di finanziamento degli squilibri esterni (Capitolo V). Negli ultimi anni è cambiata la composizione dei

Finanziamento del fabbisogno USA

fondi affluiti agli Stati Uniti, laddove agli investimenti diretti e azionari privati sono subentrati gli acquisti ufficiali di titoli del Tesoro USA, segnatamente da parte di banche centrali asiatiche. L'indebolimento del dollaro fino al febbraio di quest'anno potrebbe essere sintomatico di un'accresciuta dipendenza da tali flussi di capitali.

Non è chiaro in quale misura gli afflussi di capitali agli Stati Uniti possano risentire dei mutamenti di umore degli investitori. Taluni osservatori temono che la domanda di attività in dollari potrebbe contrarsi nel momento in cui gli investitori esteri cominciassero a nutrire maggiori preoccupazioni circa l'accumulo di debito USA o nel caso di meno favorevoli prospettive di crescita. In quest'ottica rileva considerare che, alla fine del 2002, le passività internazionali nette degli Stati Uniti ammontavano al 25% del PIL (a valori di mercato). Con tutta probabilità questa percentuale aumenterà nei prossimi anni, giacché la stabilizzazione del rapporto debito netto/prodotto richiederebbe un'ampia riduzione del disavanzo USA di parte corrente, che al momento appare poco verosimile.

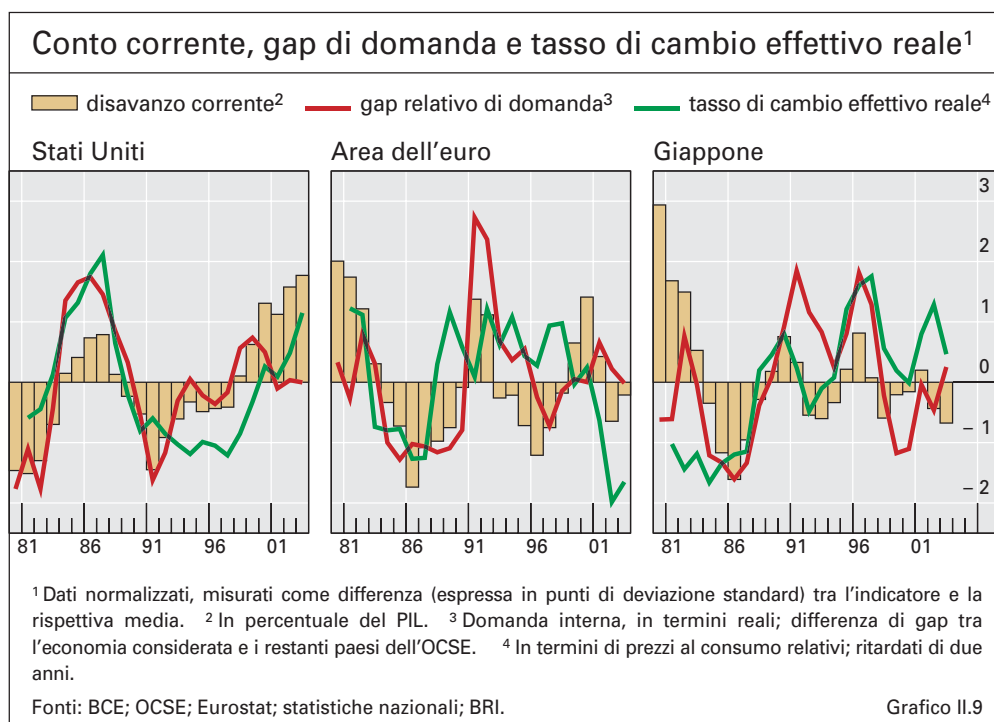
Vi sono comunque alcuni elementi più positivi. Ancorché elevato in rapporto ai parametri storici, il debito estero USA resta inferiore a quello di alcuni altri paesi industriali, come ad esempio l'Australia (60% del PIL). Inoltre, le passività estere statunitensi sono aumentate in un contesto di accresciuta liberalizzazione finanziaria e connesso sviluppo delle partecipazioni azionarie transfrontaliere. Ciò sta a indicare che il finanziamento internazionale di squilibri anche ampi tra risparmio e investimenti è ora sensibilmente più agevole rispetto ai decenni precedenti.

Andrebbe inoltre notato che i flussi finanziari derivanti dai saldi di parte corrente non costituiscono l'unica fonte di variazione delle posizioni patrimoniali nette, che risentono anche degli effetti di valutazione. Ad esempio, l'aumento del saldo negativo sull'estero degli Stati Uniti fra il 1983 e il 1990 (oltre \$400 miliardi) rappresenta meno della metà dei disavanzi del conto corrente cumulati durante quegli anni. Ciò è dovuto in ampia misura al maggior valore in dollari delle attività USA denominate in valuta estera, visto che il dollaro si era deprezzato per gran parte di quel periodo.

Fatto forse ancor più importante, gli Stati Uniti rappresentano un caso a parte, e ciò per tre motivi. Anzitutto, il dollaro svolge un preminente ruolo internazionale come valuta di ancoraggio, di riserva e di intervento (Capitolo V). Ciò potrebbe aver creato una distorsione strutturale a favore delle attività USA nel momento in cui i paesi di tutto il mondo hanno accresciuto le proprie disponibilità di attività estere. Secondo, gli Stati Uniti continuano a beneficiare di una leggera eccedenza nel saldo del reddito da investimenti, malgrado un debito estero ingente e in crescita. Sebbene l'attuale situazione di bassi tassi di interesse a livello mondiale abbia indubbiamente favorito i debitori netti a scapito dei creditori, da un punto di vista più strutturale i rendimenti sugli investimenti diretti degli Stati Uniti all'estero sono stati costantemente più elevati di quelli sulle attività USA detenute da residenti esteri. Ciò indica che le società statunitensi da lungo tempo stabilite al di fuori del paese potrebbero godere di un vantaggio strutturale in termini di redditività. Terzo, nell'ultimo decennio gli USA sono riusciti ad attrarre cospicui e crescenti flussi di capitali

La posizione netta sull'estero risente degli effetti di valutazione ...

... e gli Stati Uniti rappresentano un caso a sé ...



a lungo termine. In prospettiva, il recente significativo miglioramento della crescita della produttività USA rispetto ad altri paesi industriali potrebbe – se confermato – sorreggere tali afflussi nel medio periodo.

Il perdurare di ampi disavanzi di parte corrente negli Stati Uniti potrebbe comunque essere in linea con una stabilizzazione a più lungo termine del rapporto debito estero netto/PIL, seppure su un livello decisamente più alto di quello odierno. Questo innalzerebbe il costo del servizio del debito; inoltre, il problema è aggravato dal fatto che, col tempo, il saggio reale di rendimento delle attività detenute da non residenti degli Stati Uniti dovrebbe approssimarsi al tasso di crescita del paese, nonché al tasso reale di rendimento sulle attività estere detenute da residenti USA. Con queste premesse, una stabilizzazione dell'indice USA di indebitamento netto verso l'estero richiederebbe una più equilibrata posizione di conto corrente, al netto del reddito da investimenti, e pertanto un disavanzo commerciale molto inferiore, e avanzi commerciali corrispondentemente più bassi negli altri paesi. Il minore output gap negativo degli Stati Uniti fa sì che il deficit dell'interscambio del paese sarebbe senza dubbio inferiore qualora i suoi principali partner commerciali dovessero tornare a sfruttare il loro potenziale di crescita. Nondimeno, un'eventuale riduzione significativa è destinata a passare per un ulteriore aggiustamento dei prezzi relativi (ad esempio, dei tassi di cambio reali) e un riequilibrio della domanda interna mondiale verso i paesi in avanzo (grafico II.9).

... ma è necessaria una riduzione del deficit commerciale USA

#### *Processo di aggiustamento*

Un dollaro più basso svolgerebbe evidentemente un ruolo equilibratore per il passivo della bilancia commerciale USA. I paesi del resto del mondo ridurrebbero le loro eccedenze bilaterali nei confronti degli Stati Uniti, dove l'incidenza dell'assorbimento interno sul PIL diminuirebbe al calare del

Variazioni dei tassi di cambio

disavanzo commerciale. La portata e la rapidità di tali aggiustamenti dipendono tuttavia dalle relative elasticità dell'interscambio. Il loro impatto potrebbe inoltre essere minore di quanto comunemente ritenuto, poiché spesso le variazioni dei tassi di cambio nominali sono rispecchiate solo in parte da quelle dei cambi reali effettivi. Ad esempio, fra il 1995 e il 2001 il dollaro si è apprezzato del 34% in termini effettivi nominali, ma la competitività degli Stati Uniti (misurata in termini di costi relativi per unità di lavoro nel comparto manifatturiero) è aumentata di appena il 23%. Inoltre, gli esportatori statunitensi hanno cominciato a perdere quote di mercato solo nel 1998, a riprova del tempo occorso prima che si avvertisse l'impatto dell'apprezzamento del dollaro. Di più, mentre tra il 1998 e il 2003 la performance delle esportazioni USA è peggiorata bruscamente, la crescita delle importazioni non è stata più rapida di quanto risulterebbe dall'andamento storico. Infine, dal momento che le importazioni superano attualmente del 50% circa le esportazioni, per ridurre il deficit commerciale del paese potrebbe rendersi necessario un significativo calo del dollaro.

Implicazioni di un eventuale aggiustamento del dollaro sui bilanci

Le implicazioni di un aggiustamento del dollaro potrebbero farsi sentire ben al di là degli Stati Uniti. Una prima possibile conseguenza sarebbe un indebolimento della domanda negli altri paesi. Molte economie industriali hanno fatto affidamento sulla domanda statunitense di importazioni quale traino della crescita, mentre la loro domanda di beni non-tradabile non si è sostenuta in modo autonomo. Inoltre, un sensibile calo del dollaro potrebbe innescare pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti, portando a un aumento dei tassi di interesse nel paese e a livello mondiale, il che ridurrebbe il saldo del reddito da investimenti USA. Infine, un deprezzamento troppo drastico del dollaro potrebbe ingenerare fra i partner commerciali degli Stati Uniti eccessive pressioni deflazionistiche, che potrebbero andare oltre l'impatto diretto sui prezzi derivante da un apprezzamento del cambio. Le attività statunitensi detenute all'estero sono per circa la metà denominate in monete diverse dal dollaro, mentre la quasi totalità delle passività USA è denominata nella valuta americana. Ne consegue che un calo del dollaro migliorerebbe la posizione patrimoniale netta sull'estero degli Stati Uniti, nonostante questi si configurino come prenditori netti. Considerato che negli ultimi vent'anni le consistenze totali di attività e passività del paese sono fortemente aumentate (rispettivamente al 62 e all'87% del prodotto), gli effetti di valutazione derivanti da un calo del 10% del dollaro comprimerebbero – *ceteris paribus* – le passività nette sull'estero del paese di circa il 3% del PIL. Ne conseguirebbero ricadute assai negative sui bilanci dei paesi creditori, rallentandone la spesa e ostacolando il processo di aggiustamento.

Aumentare il risparmio nei paesi con ampi disavanzi esterni

Un altro modo per riequilibrare la domanda interna sarebbe quello di aumentare il risparmio nazionale nei paesi con ampi deficit sull'estero, e ridurlo nei paesi che registrano avanzi. L'andamento dell'interscambio è tradizionalmente più sensibile alle variazioni della domanda che non a quelle dei prezzi relativi. La politica di bilancio presenta un'ovvia attrattiva in questo contesto, almeno negli Stati Uniti. Inoltre, un certo inasprimento aiuterebbe ad affrontare le sfide poste nel più lungo periodo dal crescente debito pubblico USA. Ma un rapido e massiccio consolidamento fiscale nel paese potrebbe altresì avere un

impatto contrattivo su scala mondiale, e l'alternativa – allentare parte della pressione fiscale nei paesi in cui il risparmio potrebbe sembrare troppo elevato – appare poco attraente, dati gli accresciuti livelli di debito pubblico nella gran parte delle giurisdizioni.

Anche l'attuale configurazione del risparmio privato offre alcune possibilità di aggiustamento, sebbene sia più arduo prevedere quali specifiche azioni ufficiali possano essere consigliate. I tassi di risparmio delle famiglie sono particolarmente bassi nei paesi che registrano disavanzi di parte corrente – come Stati Uniti, Regno Unito e Australia –, ma potrebbero crescere, ad esempio in caso di aumento dei tassi di interesse. Specularmente, sarebbe possibile incoraggiare una riduzione del risparmio delle famiglie in alcuni paesi con ingenti eccedenze del conto corrente, in particolare nell'Asia emergente. Nell'area dell'euro il risparmio dei consumatori è recentemente aumentato e potrebbe esservi un certo margine per invertire questa tendenza. In Giappone le famiglie hanno già ridotto nettamente i loro tassi di risparmio, ma non è chiaro se questo calo possa o debba essere sostenuto. Infine, non sembrano esservi grandi possibilità di modificare la dinamica degli investimenti. Lo spazio per un ulteriore calo del rapporto fra investimenti e PIL appare limitato negli Stati Uniti, data la brusca correzione già intervenuta. Nel continente asiatico tale rapporto resta relativamente alto in un'ottica internazionale e vi è la possibilità concreta di investimenti improduttivi. Un aumento degli investimenti nelle economie non asiatiche ancora a uno stadio iniziale di sviluppo economico potrebbe decisamente accrescere il loro prodotto potenziale.

Da quanto discusso emerge come gli squilibri esterni potrebbero evolvere in tre modi differenti nel corso dei prossimi anni. Un primo e indesiderabile scenario consisterebbe in un aggiustamento potenzialmente ampio e disordinato dei tassi di cambio, dovuto ad esempio a una minore propensione degli operatori esteri a investire in attività USA. Rallenterebbe con tutta probabilità il consumo statunitense di importazioni – divenute più care –, mentre i tassi a lungo termine potrebbero aumentare. Un secondo scenario lascerebbe immutato il quadro attuale; le banche centrali asiatiche continuerebbero per esempio ad accumulare riserve valutarie. Ciò, tuttavia, avrebbe effetti distorsivi sull'allocazione mondiale di capitale e, procrastinando i necessari aggiustamenti, potrebbe accentuare il rischio di un più massiccio e destabilizzante adeguamento in seguito. In ogni caso, potrebbero rendersi inevitabili drastiche correzioni di alcuni tassi bilaterali, specie tra i paesi industriali con regimi di cambio fluttuante. Nel terzo e più auspicabile scenario si assisterebbe a una graduale riduzione degli squilibri globali sull'estero, grazie all'effetto ritardato di un moderato deprezzamento del dollaro sull'interscambio statunitense, a un risparmio USA leggermente più alto (proveniente dalle famiglie e dall'inasprimento fiscale), a una maggiore flessibilità dei cambi in Asia e a una crescita della domanda interna al di fuori degli Stati Uniti.

Tre scenari di  
aggiustamento

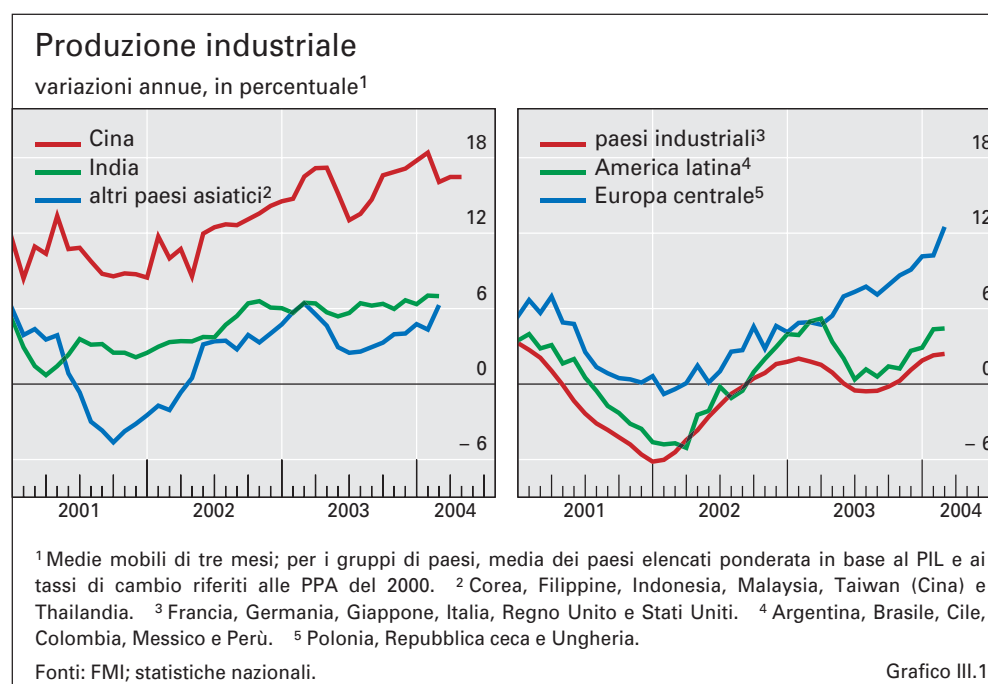


### III. Gli andamenti nelle economie di mercato emergenti

#### Aspetti salienti

L'abbondante liquidità mondiale, che ha rispecchiato condizioni monetarie accomodanti e un'accresciuta propensione al rischio degli investitori sui mercati finanziari internazionali, ha irrobustito la crescita delle economie emergenti a partire dalla metà del 2003. Nello stesso tempo, si sono esauriti gli effetti negativi prodotti da una serie di shock. Tuttavia, nell'aprile 2004 è intervenuta una marcata inversione di tendenza, caratterizzata da un netto rialzo dei tassi a lungo termine, dall'ampliarsi dei differenziali di credito sui mercati emergenti e dal ripiegamento dei corsi azionari.

Durante la fase di espansione, iniziata verso la fine del 2001, la Cina ha assunto un importante ruolo di sostegno dell'attività economica globale, grazie a una crescita della produzione industriale costantemente superiore a quella di altri paesi e regioni (grafico III.1). Le restanti economie asiatiche hanno in gran parte beneficiato di un recupero della crescita dopo il contenimento dell'epidemia di SARS. Per contro, in America latina i tassi di sviluppo sono stati più differenziati, nonostante l'impulso impartito dal rafforzarsi della domanda negli Stati Uniti, dai forti rincari delle materie prime e dalla progressiva distensione monetaria. Nel primo trimestre 2004 la crescita era ancora modesta in Brasile, risultava significativamente aumentata in Messico e procedeva a livelli sostenuti in Argentina. Per quanto concerne l'Europa



Crescita del prodotto, inflazione e saldi di parte corrente									
	PIL reale <sup>1</sup>			Prezzi al consumo <sup>1,2</sup>			Saldi del conto corrente <sup>3</sup>		
	Media 1999-2002	2003	2004	Media 1999-2002	2003	2004	Media 1999-2002	2003	2004
Asia <sup>4</sup>	6,2	7,4	7,3	1,8	2,5	3,6	3,5	4,6	2,0
Cina	7,7	9,1	8,6	-0,3	1,2	3,4	2,1	3,3	1,0
Corea	7,6	3,1	5,6	2,5	3,5	3,3	2,9	2,4	2,4
Hong Kong SAR	4,0	3,1	6,0	-3,1	-2,6	-0,4	5,2	9,4	10,3
India	5,1	8,1	6,8	4,3 <sup>5</sup>	5,4 <sup>5</sup>	5,0 <sup>5</sup>	-0,1	0,8	-0,1
Altri paesi asiatici <sup>6</sup>	3,5	4,4	5,4	4,8	2,9	3,2	7,7	9,8	5,8
America latina <sup>4,7</sup>	1,0	1,4	4,2	8,2	7,1	6,8	-2,2	0,6	0,6
Argentina	-4,7	8,7	7,7	9,2	3,7	7,1	-1,7	5,8	3,7
Brasile	2,1	-0,2	3,3	8,8	9,3	6,4	-3,8	0,8	0,3
Messico	2,7	1,3	3,2	7,4	4,0	4,2	-2,8	-1,4	-1,9
ECO <sup>4,8</sup>	2,9	3,7	4,5	10,3	4,0	5,0	-5,2	-4,4	-3,9
Russia	6,6	7,3	6,8	36,1	13,7	10,5	12,5	9,0	6,1
Turchia	0,8	5,8	5,0	54,8	25,3	12,4	-1,3	-3,0	-3,1
Africa	3,3	4,1	4,2	11,5	10,3	8,6	2,9	-0,7	-1,3
Medio Oriente	4,1	5,4	4,1	8,5	8,6	8,9	2,7	7,3	6,0
<i>Per memoria: paesi del G7</i>	<i>2,2</i>	<i>2,2</i>	<i>3,4</i>	<i>1,7</i>	<i>1,8</i>	<i>1,7</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,5</i>

Nota: le cifre per il 2004 sono basate su *Consensus Forecast* di maggio e su *World Economic Outlook* dell'FMI.

<sup>1</sup> Variazioni annue, in percentuale. <sup>2</sup> Per l'America latina, valori di fine periodo. <sup>3</sup> In percentuale del PIL. <sup>4</sup> Media ponderata dei paesi elencati, basata sul PIL e sui tassi di cambio riferiti alle PPA del 2000. <sup>5</sup> Prezzi all'ingrosso. <sup>6</sup> Filippine, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. <sup>7</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. <sup>8</sup> Bulgaria, Croazia, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria.

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

centrale e orientale (ECO), le prospettive di adesione all'Unione europea e una domanda vigorosa in altre regioni hanno determinato un netto aumento della produzione industriale in Polonia, nella Repubblica ceca e in Ungheria. Le previsioni prevalenti per il 2004 (tabella III.1) sono orientate verso un pronunciato recupero dell'attività in America latina e un'ulteriore forte espansione nelle altre principali aree.

La crescita si è accompagnata a massicci e diffusi rincari del petrolio e di altre materie prime, indotti in parte dal perdurante, forte incremento della produzione industriale in Cina. Anche se la traslazione sui prezzi finali è stata contenuta fino a epoca recente, nelle economie emergenti il rischio di deflazione si è affievolito. In Cina l'inflazione ha assunto valori positivi verso la fine del 2003, e in vari paesi asiatici il rincaro delle materie prime impiegate come fattori della produzione sta riducendo i margini o determinando pressioni al rialzo sui prezzi. Il timore che le spinte inflazionistiche provocassero un superamento dell'obiettivo di inflazione ha comportato una stretta monetaria in Messico e un temporaneo arresto della tendenza calante dei tassi di interesse in Brasile. I più elevati prezzi delle materie prime hanno inoltre concorso a determinare avanzi correnti in alcuni paesi e un recupero delle ragioni di scambio in Africa.

Il contesto economico mondiale ha svolto un ruolo importante per gli sviluppi nelle economie emergenti durante il 2003. La ripresa degli afflussi di capitali e la netta flessione degli spread creditizi hanno fornito un sostegno ad alcuni paesi fortemente indebitati, ma hanno altresì esercitato pressioni al rialzo sui cambi, specie in Asia, e gli interventi sui mercati valutari sono stati massicci. In alcuni casi, tali interventi hanno accelerato la crescita degli aggregati monetari e creditizi. Anche il netto rincaro delle materie prime ha avuto effetti rilevanti in vari paesi, generando in alcuni un aumento delle entrate, in altri un rialzo dei costi di produzione o dell'inflazione.

## Ripresa degli afflussi di capitali

I flussi di capitali raggiungono i livelli più alti dal 1996

Lo scorso anno gli afflussi netti di capitali privati nelle 21 maggiori economie emergenti sono ammontati, secondo stime, a circa \$170 miliardi (tabella III.2), il livello più alto dopo il massimo di oltre \$200 miliardi toccato nel 1996. Rispetto al 2002 sono considerevolmente aumentati i flussi per investimenti sia di portafoglio (azioni e obbligazioni) sia di altra natura (prestiti di banche commerciali e di altre istituzioni). Per contro, gli investimenti diretti esteri (IDE) hanno continuato a calare, e la loro quota sul totale è scesa al disotto del 45%, contro una media del 70% negli anni novanta. Lo scorso anno gran parte dei flussi si è diretta verso l'Asia, dove la sola Cina ha assorbito più del 60% degli IDE affluiti all'insieme dei mercati emergenti. Brasile, Cina, Corea e India sono stati importanti destinatari degli investimenti di portafoglio, mentre i paesi dell'Asia e dell'ECO hanno beneficiato di una ripresa dei flussi creditizi.

I flussi obbligazionari, azionari e creditizi sono rimasti consistenti agli inizi del 2004, e nel prosieguo dell'anno dovrebbero aumentare ulteriormente rispetto al 2003. In base alle stime, nel primo trimestre 2004 i mutuatari dei mercati emergenti hanno emesso sui mercati internazionali obbligazioni e notes per \$26 miliardi. Fino ad aprile 2004 l'aumento dei flussi di capitali si è accompagnato a una minore volatilità e a un pronunciato calo degli spread sulle obbligazioni sovrane, in particolare su quelle a più basso rating.

Alla ripresa degli afflussi di capitali negli ultimi anni hanno fatto riscontro un aumento degli avanzi correnti in Asia, la correzione degli ingenti deficit in America latina e minori eccedenze nell'ECO. Nel 2003, ad esempio, tutte e tre le principali regioni emergenti hanno registrato avanzi correnti aggregati. Il concomitante incremento degli afflussi di capitali privati e degli attivi correnti solleva la questione dell'utilizzo dei fondi incanalati verso le economie emergenti. Durante gli ultimi tre anni i saggi di investimento sono rimasti in media costanti. Vi è stato invece un netto aumento delle riserve valutarie a partire dal 2001, e ciò starebbe a indicare che una parte significativa degli afflussi è andata ad accrescere le disponibilità ufficiali (aspetto, questo, che verrà trattato più avanti).

Quali fattori hanno influito sui recenti afflussi di capitali?

I rinnovati afflussi finanziari, insieme alla compressione degli spread obbligazionari, fanno emergere interrogativi circa la loro sostenibilità. Nella misura in cui riflettono progressi sul piano macroeconomico e strutturale – ossia, nel caso in cui le migliorate grandezze fondamentali attraggono capitali verso le economie emergenti (fattori "pull", o endogeni) – i maggiori afflussi

Flussi netti di capitali privati verso le economie di mercato emergenti				
in miliardi di dollari USA				
	Media annua 1990-2000	2001	2002	2003 <sup>1</sup>
<b>Economie di mercato emergenti<sup>2</sup></b>				
Flussi totali	111	57	66	171
Investimenti diretti	76	129	96	76
Investimenti di portafoglio <sup>3</sup>	50	-21	-28	29
Altri <sup>4</sup>	-15	-51	-3	66
<i>Per memoria: saldi del conto corrente</i>	-24	45	107	142
<i>variazione delle riserve<sup>5</sup></i>	-56	-89	-177	-282
<b>Asia<sup>6</sup></b>				
Flussi totali	35	31	41	111
Investimenti diretti	35	42	47	45
Investimenti di portafoglio <sup>3</sup>	12	-12	-18	36
Altri <sup>4</sup>	-12	1	12	30
<i>Per memoria: saldi del conto corrente</i>	14	66	99	123
<i>variazione delle riserve<sup>5</sup></i>	-37	-82	-151	-215
<b>America latina<sup>7</sup></b>				
Flussi totali	62	36	-3	16
Investimenti diretti	34	59	34	24
Investimenti di portafoglio <sup>3</sup>	30	1	-13	-5
Altri <sup>4</sup>	-2	-24	-24	-3
<i>Per memoria: saldi del conto corrente</i>	-39	-47	-8	9
<i>variazione delle riserve<sup>5</sup></i>	-11	3	0	-27
<b>ECO<sup>8</sup></b>				
Flussi totali	20	-10	28	43
Investimenti diretti	12	16	14	6
Investimenti di portafoglio <sup>3</sup>	9	-2	4	-2
Altri <sup>4</sup>	-1	-24	10	39
<i>Per memoria: saldi del conto corrente</i>	-2	27	16	12
<i>variazione delle riserve<sup>5</sup></i>	-12	-7	-23	-33

<sup>1</sup> Stime dei flussi di capitali basate sulle statistiche nazionali di bilancia dei pagamenti e sui dati dell'IIF.  
<sup>2</sup> Comprende le economie asiatiche, latino-americane e dell'ECO elencate in nota, nonché il Sudafrica.  
<sup>3</sup> Attività e passività in strumenti di debito e titoli azionari. <sup>4</sup> Comprende i flussi netti (esclusi i derivati finanziari) intermediati da banche commerciali e altri operatori privati. <sup>5</sup> Un valore negativo indica un incremento. <sup>6</sup> Cina, Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Taiwan (Cina) e Thailandia.  
<sup>7</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. <sup>8</sup> Polonia, Repubblica ceca, Russia, Turchia e Ungheria.

Fonti: banche centrali; FMI; Institute of International Finance (IIF). Tabella III.2

e le favorevoli condizioni di finanziamento esterno potrebbero essere durevoli. Se invece sono da ricondurre al basso livello dei tassi di interesse nei paesi industriali, all'abbondante liquidità mondiale e alla maggiore propensione al rischio degli investitori (fattori "push", o esogeni), una variazione di queste condizioni nei paesi industriali potrebbe riacutizzare i timori riguardo alle vulnerabilità dei paesi emergenti.

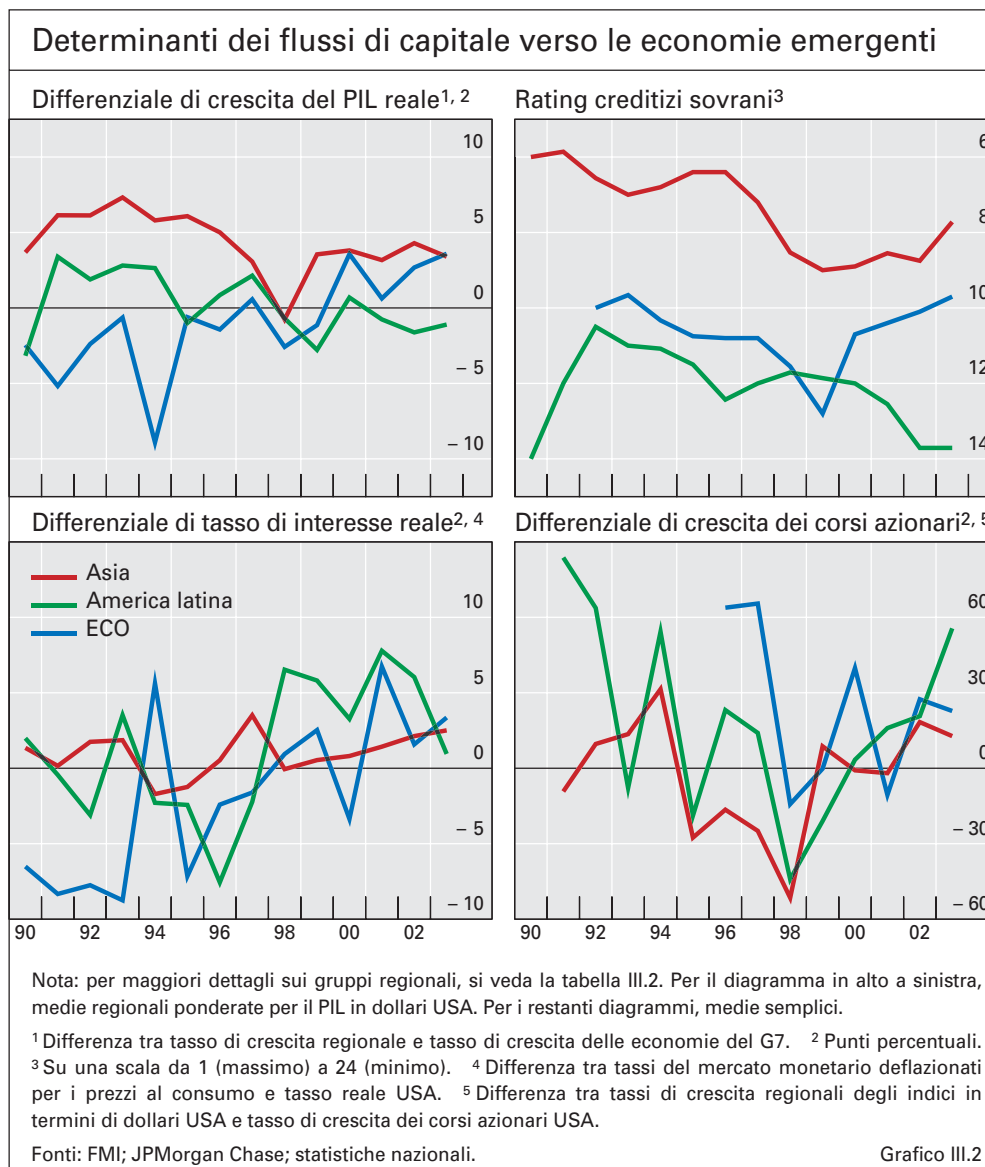
#### *Determinanti dei recenti afflussi di capitali*

L'evidenza empirica offre indicazioni contrastanti quanto all'importanza relativa dei fattori "pull" e "push" nel determinare i recenti afflussi di capitali alle

Crescita economica e privatizzazioni influiscono sugli IDE ...

economie emergenti. Se si eccettua la dinamica relativa della crescita, la quale influisce su tutte le categorie di flussi, i fattori che incidono sugli IDE sembrano disgiunti da quelli che agiscono sui flussi creditizi e di portafoglio.

I flussi di IDE verso l'America latina sono in calo dal 1999, in gran parte a causa della più lenta crescita (grafico III.2, diagramma in alto a sinistra) riconducibile alla crisi in Argentina e al rallentamento in Brasile e Messico. In alcuni paesi hanno pesato anche i ritardi nel processo di privatizzazione. Di conseguenza, gli eventi connessi alle crisi in America latina potrebbero avere amplificato i rischi, prima latenti, degli impieghi nei mercati emergenti e in particolare – per quanto concerne gli IDE – il rischio di una possibile risoluzione di contratti privati. Sono invece proseguiti i flussi di IDE verso le economie asiatiche emergenti, specie verso la Cina, grazie ai migliorati risultati economici e alle riforme strutturali. Fattori analoghi hanno influito positivamente anche sulle economie dell'ECO. Tuttavia, il totale cumulativo degli IDE verso tale regione, che dal 1995 si era aggirato in media annua intorno al 3-6% del PIL, ha raggiunto livelli tali da rendere difficile l'assorbimento di una



loro ulteriore espansione. Inoltre, la privatizzazione di aziende statali – e in particolare la vendita di banche commerciali a istituzioni estere – era stata per lo più completata entro il 2002. Per tutte queste ragioni, lo scorso anno gli afflussi di IDE verso l'ECO hanno subito una netta contrazione.

Studi approfonditi, quali ad esempio i rapporti pubblicati recentemente dal Comitato sul sistema finanziario globale e dal Capital Markets Consultative Group dell'FMI, hanno stabilito che negli ultimi dieci anni gli IDE si sono spostati verso paesi dotati di grandi mercati interni (anche nei settori finanziario e dei servizi), oppure partecipanti ad accordi di libero scambio o di integrazione commerciale a livello regionale. Questo riorientamento dei flussi ha finora privilegiato Brasile, Cina, Messico e i paesi dell'ECO candidati all'ingresso nella UE, e potrebbe in futuro favorire anche l'India (si veda oltre).

... favorendo le economie grandi o inserite in regimi di integrazione commerciale

Rispetto agli IDE i flussi di portafoglio sono stati molto meno stabili e maggiormente soggetti all'impatto di fattori internazionali. Il calo degli investimenti obbligazionari e azionari nel 2001 e nel 2002 è pertanto riconducibile non solo alle condizioni dell'economia reale (minore espansione nei paesi industriali, crisi in Argentina e Turchia e più deboli prospettive di crescita), ma anche a fattori connessi con i mercati finanziari, come ad esempio le conseguenze dello scoppio della bolla speculativa nel settore tecnologico e delle telecomunicazioni, nonché a un'accresciuta avversione al rischio degli investitori. Anche l'impennata degli afflussi di portafoglio nel 2003 sembra risultare dall'effetto congiunto di tali fattori. Fra quelli specificamente interni sono da annoverare i migliori rating creditizi in molte economie emergenti (grafico III.2, diagramma in alto a destra), i crescenti prezzi delle materie prime e la prospettiva che i mercati azionari emergenti avrebbero beneficiato del consolidamento della crescita mondiale. Questa aspettativa ha contribuito a sostenere il forte rialzo dei corsi azionari nelle economie emergenti (grafico III.2, diagramma in basso a destra).

I flussi di portafoglio reagiscono a fattori sia esogeni che endogeni ...

Nondimeno, un ruolo importante è stato svolto anche dalle favorevoli condizioni di liquidità sui mercati finanziari internazionali. Il bassissimo livello dei tassi di interesse ufficiali nei principali paesi industriali ha indotto gli investitori a cercare impieghi remunerativi nei mercati emergenti, caratterizzati da rendimenti obbligazionari e tassi reali a breve superiori (grafico III.2, diagramma in basso a sinistra) e da quotazioni azionarie in più rapida ascesa rispetto alle economie industriali. Fattori quali la bassa dispersione degli spread fra le obbligazioni dei mercati emergenti con diverso merito di credito sono inoltre indicativi di una maggiore propensione al rischio degli investitori dei paesi industriali (Capitolo VI).

... ma anche all'abbondante liquidità

Per la prima volta dalla metà degli anni novanta, nel 2003 il saldo degli altri flussi di capitali privati (per lo più prestiti di banche commerciali e crediti mercantili concessi da altri prestatori del settore privato) è risultato positivo. Come nel caso degli investimenti di portafoglio, anche i flussi creditizi hanno privilegiato le economie che hanno fruito di un innalzamento dei rating e di una crescita relativamente più sostenuta. Ad alimentare i maggiori afflussi di crediti verso l'Asia e l'ECO ha contribuito parimenti la presenza in tali regioni di tassi di interesse superiori a quelli dei paesi industriali.

Migliori rating creditizi e più alti tassi di interesse attraggono fondi

### *La questione della sostenibilità dei flussi di capitale*

I rischi di un'inversione dei flussi di capitali ...

La ricomposizione dei flussi finanziari a favore di prestiti e investimenti di portafoglio più volatili solleva interrogativi sulla loro vulnerabilità di fronte a un possibile rovesciamento della situazione. Per esempio, dall'aprile 2004 gli spread delle obbligazioni sovrane si sono ampliati considerevolmente, in parte a seguito delle aspettative di un rialzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti. In alcuni paesi è altresì salito il differenziale di interesse tra obbligazioni interne e corrispondenti titoli del Tesoro USA. L'accresciuta volatilità sui mercati finanziari e il marcato aumento degli spread sulle emissioni sovrane fra metà aprile e metà maggio 2004 mostrano come possa rapidamente deteriorarsi il clima di mercato nei confronti di paesi con una situazione fiscale incerta o elevati livelli di debito pubblico. Inoltre, per le economie emergenti con titoli di debito a tasso variabile oppure denominati in valuta estera o ad essa ancorati, gli oneri finanziari potrebbero aumentare in presenza di una risalita dei tassi o di un deprezzamento delle rispettive monete.

... sono mitigati dai migliori risultati economici ...

Nello stesso tempo a mitigare questi rischi intervengono vari fattori, alcuni dei quali verranno trattati in seguito con maggior dettaglio. La ripresa mondiale si è rafforzata ed estesa; i prezzi delle materie prime sui mercati internazionali hanno registrato netti rialzi. Le favorevoli condizioni del finanziamento esterno hanno consentito a molte economie di soddisfare una parte significativa del loro fabbisogno per quest'anno. Alcuni paesi fortemente indebitati – fra cui Brasile, Messico e Turchia – hanno approfittato della propizia situazione di mercato per migliorare il profilo debitorio, abbassando i costi dell'indebitamento, allungando le scadenze, riducendo la quota a breve del debito estero e quella indicizzata ai tassi a breve e al cambio. Anche la bassa inflazione, le accresciute riserve valutarie e il precedente passaggio a regimi di cambio flessibile dovrebbero concorrere a ridurre le vulnerabilità. Brasile, Turchia e alcuni altri paesi hanno inoltre mantenuto politiche di bilancio restrittive e hanno continuato ad attuare riforme strutturali e di altra natura.

... ma alcuni paesi restano vulnerabili

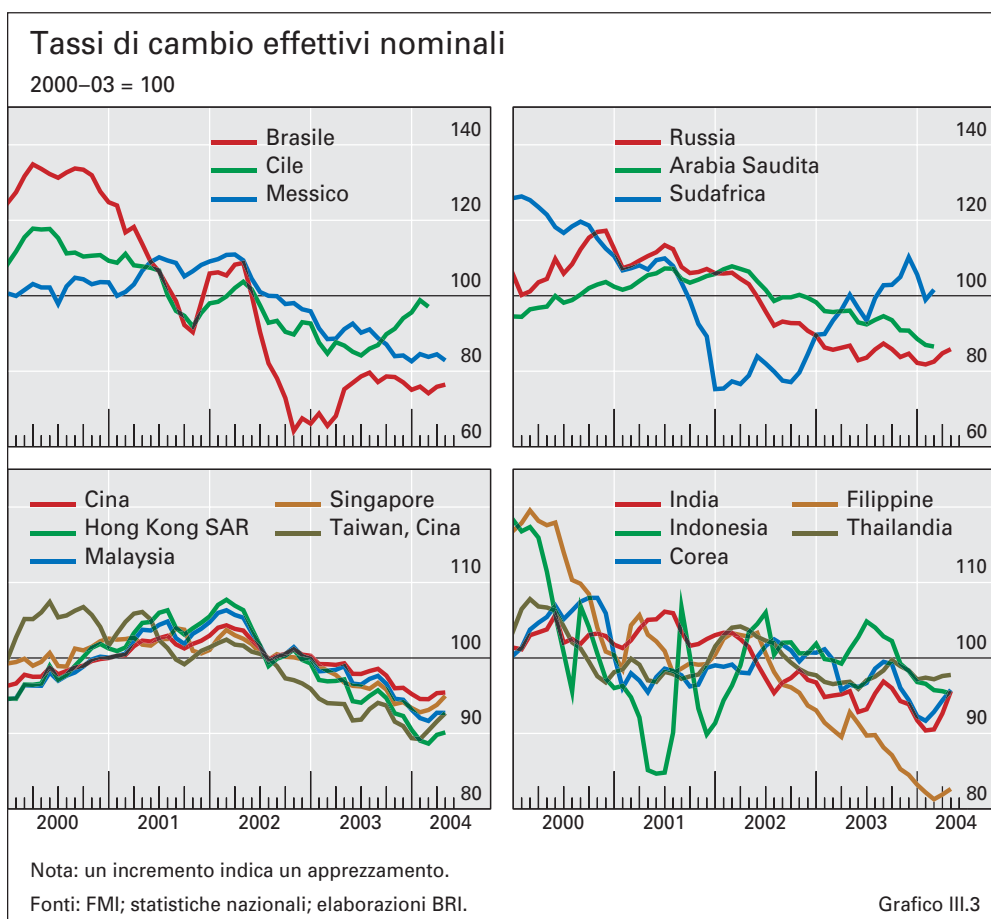
Tuttavia, in altri paesi si è assistito a un allentamento dell'indirizzo fiscale e a una perdita di slancio nel processo di aggiustamento o a un'espansione significativa del credito al settore privato. In tali paesi le vulnerabilità di fondo – ora dissimulate dal facile accesso al credito – potrebbero divenire più palesi se le condizioni di finanziamento esterno dovessero deteriorarsi.

### **Tassi di cambio e accumulazione di riserve**

#### *Risposte sul piano delle politiche*

I cambi hanno avuto la tendenza ad apprezzarsi ...

La risposta ai rincari delle materie prime e all'aumento degli afflussi di capitali è variata a seconda dei paesi. Alcuni hanno consentito alle rispettive valute di apprezzarsi in misura compatibile con gli obiettivi di inflazione. Ad esempio, nel 2003 il real brasiliano e il peso cileno hanno recuperato nettamente terreno dopo un consistente deprezzamento. Anche il rublo russo e il rand sudafricano si sono rafforzati durante tutto il 2003, sostenuti dalla crescita delle esportazioni e degli afflussi di capitali. Di conseguenza, lo scorso anno il



tasso di cambio effettivo nominale delle valute di Brasile, Cile e Sudafrica si è apprezzato (grafico III.3, diagrammi superiori).

In altre economie sono stati allentati i vincoli ai deflussi di capitali, o imposti limiti agli afflussi, con l'obiettivo di moderare l'apprezzamento del cambio. Ad esempio, lo scorso anno la Cina ha abolito le restrizioni valutarie sui viaggi individuali all'estero, ha incoraggiato determinate categorie di imprese nazionali a investire in altri mercati e ha introdotto un nuovo regime che dovrebbe incentivare gli investitori istituzionali del paese ad accrescere le loro posizioni creditorie sull'estero. Per contenere gli afflussi, le autorità hanno temporaneamente sospeso l'autorizzazione di nuovi investimenti nel quadro del regime previsto per gli investitori istituzionali esteri qualificati e hanno posto massimali giornalieri alla conversione di dollari in valuta nazionale da parte di soggetti privati. Analogamente, l'India ha liberalizzato gli investimenti delle proprie imprese e istituzioni finanziarie in attività sull'estero, consentito alle aziende il rimborso anticipato di debiti in valuta e permesso ai residenti di detenere depositi in monete diverse da quella nazionale. Nel settembre 2003 la Thailandia ha imposto limiti agli impieghi a breve in baht dei non residenti e, successivamente, anche all'ammontare e alla scadenza dei loro depositi in moneta nazionale. Al fine di frenare le speculazioni valutarie, la Corea ha introdotto restrizioni (poi in parte mitigate) sui mercati dei "non-deliverable forward" (NDF).

... e i paesi hanno consentito un maggior deflusso di capitali



Consistente aumento delle riserve in Asia

Un'ulteriore risposta è consistita negli interventi sui mercati valutari, che lo scorso anno si sono tradotti in una significativa accumulazione di riserve in tutte le principali regioni (tabella III.3). Fra gli inizi del 2003 e i primi mesi del 2004 le disponibilità ufficiali totali dei paesi asiatici emergenti sono cresciute di oltre \$350 miliardi. Cina, Corea, India e Taiwan, Cina (di seguito, Taiwan) hanno concorso nell'insieme a oltre l'85% di tale incremento. Diverse sono state le motivazioni alla base di questa espansione per le varie economie dell'Asia (Capitolo V), ma un ruolo importante è stato svolto dagli interventi delle banche centrali tesi a contrastare l'apprezzamento sul dollaro USA in presenza di massicci afflussi di natura per lo più speculativa. In Cina, ad esempio, dall'inizio dello scorso anno le riserve sono aumentate in media di oltre \$10 miliardi al mese. Anche paesi con regimi di cambio più flessibile (Corea, India e Thailandia) sono intervenuti per contenere l'ascesa delle rispettive monete. Dato l'indebolimento del dollaro sulle altre principali valute dagli inizi del 2002, i tassi di cambio ponderati per l'interscambio di gran parte delle economie asiatiche si sono deprezzati in misura significativa nell'ultimo biennio (grafico III.3, diagrammi inferiori).

Ingente accumulo di riserve in America latina

Le riserve sono cresciute notevolmente anche in America latina, e soprattutto nei paesi favoriti dai rincari delle materie prime e dai maggiori afflussi di capitali. In Messico, le autorità hanno introdotto un particolare meccanismo (vendita in asta del 50% dell'incremento delle disponibilità ufficiali durante un dato periodo di computo) inteso a contrastare l'accumulo di riserve internazionali, dovuto in gran parte alle crescenti entrate della compagnia petrolifera statale che dovevano essere cedute alla banca centrale.

Riserve valutarie <sup>1</sup>						
in miliardi di dollari USA						
	1996	2000	2001	2002	2003	Marzo 2004
Asia <sup>2</sup>	477,4	694,5	770,5	944,2	1 208,1	1 302,9
Cina	105,0	165,6	212,2	286,4	403,3	439,8
Corea	33,2	95,9	102,5	120,8	154,5	162,7
Hong Kong SAR	63,8	107,6	111,2	111,9	118,6	123,8
India	19,7	37,3	45,3	67,0	97,6	107,2
Taiwan, Cina	88,0	106,7	122,2	161,7	206,6	226,5
America latina <sup>3</sup>	141,3	136,1	135,9	140,1	170,7	178,8
Argentina	17,7	24,4	14,5	10,4	13,1	13,5
Brasile	58,3	32,5	35,7	37,4	49,1	51,6
Messico	19,2	35,1	44,4	49,9	57,7	60,3
Europa centrale <sup>4</sup>	40,1	51,5	51,3	63,2	72,9	75,4
Russia	11,3	24,3	32,5	44,1	73,2	79,6
Sudafrica	0,9	5,8	5,8	5,6	6,2	7,9

<sup>1</sup> Dati di fine periodo; per le regioni, somma dei paesi elencati in nota. <sup>2</sup> Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. <sup>3</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. <sup>4</sup> Polonia, Repubblica ceca e Ungheria.

Fonti: FMI; statistiche nazionali.

Tabella III.3

Quanto al Brasile, nel marzo 2004 le sue disponibilità in valuta superavano \$50 miliardi, sebbene riferibili per quasi la metà ai fondi ricevuti in prestito dall’FMI. In Argentina le autorità hanno cercato di ricostituire parte delle riserve perdute dopo la crisi del 2001. Nell’ECO le disponibilità ufficiali sono cresciute in misura relativamente contenuta. Fatta eccezione per una breve fase di deprezzamento del rublo nel terzo trimestre dello scorso anno, la banca centrale russa ha continuato ad acquistare sul mercato dei cambi eccedenze di introiti petroliferi per un ingente ammontare. In Sudafrica, alla chiusura delle posizioni a termine agli inizi del 2004 ha fatto seguito un aumento delle riserve detenute presso la banca centrale.

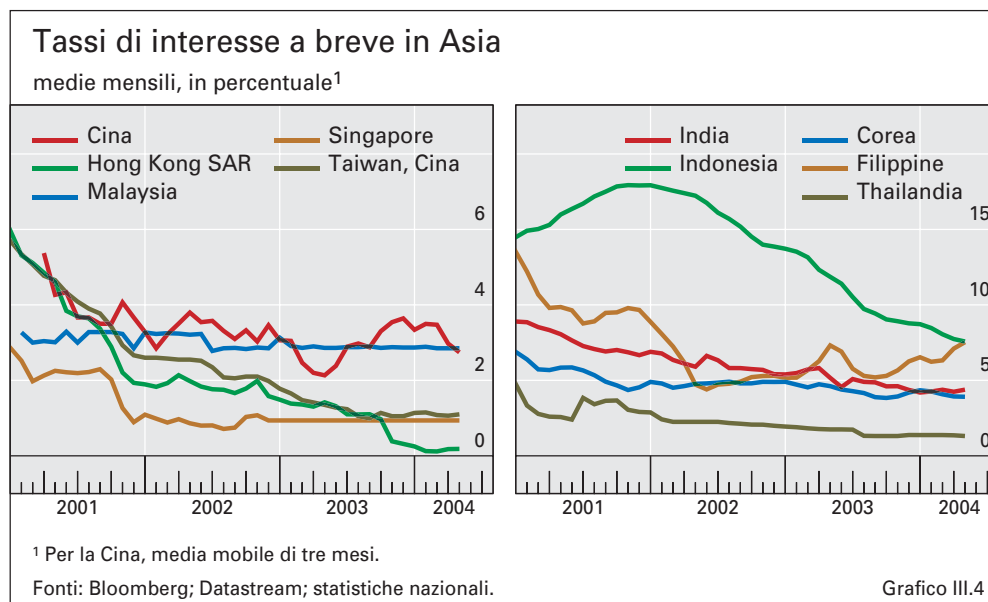
*Sfide per il futuro*

L’accumulo di riserve pone le banche centrali di fronte a vari problemi sul piano interno (per una trattazione delle implicazioni internazionali, si veda il Capitolo V). Ad esempio, esso complica il mantenimento dell’indirizzo monetario desiderato. Nella misura in cui non sono pienamente sterilizzate, le acquisizioni di riserve da parte delle banche centrali possono determinare un inopportuno allentamento monetario. Nondimeno, questo rischio sembra finora contenuto. Poiché l’inflazione è rimasta moderata in gran parte dell’Asia, molti paesi hanno diminuito o mantenuto bassi i tassi di interesse (grafico III.4). Di conseguenza, il desiderio delle banche centrali di allentare le condizioni monetarie ha ridotto la necessità di sterilizzare le suddette acquisizioni. Tuttavia, in alcuni casi le banche centrali hanno intensificato gli sforzi di sterilizzazione vendendo titoli di Stato o di propria emissione. Pertanto, se si eccettuano la Cina – e anche Hong Kong SAR (di seguito, Hong Kong), dove perdura la deflazione – la crescita della base monetaria e della moneta in senso ampio in eccesso rispetto al prodotto sembra essersi mantenuta entro limiti ristretti (tabella III.4).

Molti paesi sono riusciti a evitare un inopportuno allentamento monetario

Tuttavia, gli interventi su vasta scala – se protratti nel tempo – potrebbero comunque generare importanti sfide di politica monetaria sul piano interno. In

Ma permangono problemi potenziali



Aggregati monetari: crescita eccedente il PIL nominale <sup>1</sup>						
	Base monetaria <sup>2</sup>			Moneta in senso ampio		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Asia <sup>3</sup>	1,0	2,7	4,5	4,1	7,0	3,8
Cina	1,1	4,5	5,6	5,8	10,9	7,5
Corea	10,0	7,0	3,1	2,3	5,4	-1,0
Hong Kong SAR	8,2	8,0	21,3	-1,3	-0,1	10,6
India	0,9	1,0	2,1	4,7	7,9	1,0
Taiwan, Cina	-6,5	-5,1	-4,0	6,1	0,1	4,8
Altri paesi asiatici <sup>4</sup>	-2,2	-3,4	5,3	-0,9	-2,6	-2,5
America latina <sup>3, 5, 6</sup>	11,1	54,0	1,8	3,3	5,0	0,2
ECO <sup>3, 7</sup>	11,2	2,0	0,7	5,5	-1,6	0,6

<sup>1</sup> Tassi di crescita degli aggregati monetari rispetto a quelli del PIL nominale; valori di fine periodo.  
<sup>2</sup> Circolante più depositi bancari presso la banca centrale. <sup>3</sup> Media ponderata dei paesi elencati, basata sul PIL e sui tassi di cambio riferiti alle PPA del 2000. <sup>4</sup> Filippine, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. <sup>5</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. <sup>6</sup> La notevole espansione della base monetaria nel 2002 è dovuta principalmente al Brasile (119%). <sup>7</sup> Bulgaria, Croazia, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria.

Fonti: FMI; statistiche nazionali. Tabella III.4

primo luogo, l'accumulo di riserve potrebbe a un certo punto pregiudicare la capacità delle banche centrali di contenere la futura espansione monetaria. L'esperienza cinese solleva interrogativi al riguardo. Nonostante gli interventi di sterilizzazione attuati dalla banca centrale, la base monetaria è cresciuta rapidamente negli ultimi due anni, aumentando la capacità di prestito delle banche. Nello stesso tempo, una sostenuta domanda di credito, unitamente alla maggiore capacità e volontà delle banche di erogare finanziamenti, ha contribuito a una forte crescita degli aggregati creditizi e monetari ampi. Per contrastare tali pressioni, la banca centrale ha innalzato l'obbligo di riserva di 1½ punti percentuali a partire dal settembre 2003, avvalendosi ripetutamente della "window guidance" per indurre gli istituti di credito a limitare gli eccessivi finanziamenti a determinati settori. Essa ha inoltre inasprito la politica monetaria, aumentando i tassi di interesse sulle operazioni di sconto e di anticipazione non garantita e innalzando di un altro mezzo punto l'obbligo di riserva imposto alle banche in situazione precaria.

In altri paesi il massiccio accumulo di riserve aveva già comportato crescenti difficoltà tecniche, ad esempio nel reperimento di strumenti idonei ad assorbire l'eccesso di liquidità. Sul finire dello scorso anno la Reserve Bank of India – che in passato aveva acquistato una quota significativa delle emissioni pubbliche – ha dovuto far fronte a una carenza di strumenti per le operazioni di sterilizzazione. Per superare questo problema, il governo ha iniziato a emettere – nel quadro di speciali programmi per la stabilizzazione del mercato ed entro determinati limiti – titoli obbligazionari ad uso esclusivo degli interventi di sterilizzazione della banca centrale.

Una seconda importante sfida per la politica monetaria origina dal fatto che la percezione di una moneta sottovalutata, in combinazione con interventi

Difficoltà tecniche  
nella sterilizzazione  
delle riserve

valutari e un accumulo di riserve, può esercitare notevoli effetti espansivi sull'economia, anche in presenza di un'effettiva sterilizzazione. La rapida crescita degli afflussi di capitali e degli investimenti registrata lo scorso anno in Cina fornisce una riprova di tali effetti. Inoltre, in varie altre economie asiatiche i differenziali di interesse rispetto ai titoli in dollari USA sono recentemente diminuiti, di riflesso alle crescenti attese di un apprezzamento del cambio. In India, ad esempio, lo scarto dei rendimenti a lungo termine è sceso da oltre 5 punti percentuali agli inizi del 2001 a meno di 2 nel febbraio 2004. Nel primo trimestre di quest'anno gli spread erano prossimi allo zero o addirittura negativi a Hong Kong, in Malaysia e Thailandia. Il calo dei differenziali, associato a ingenti afflussi di capitali a breve, ha contribuito a un forte rialzo dei corsi azionari e alla rapida espansione del credito nei settori dei beni di consumo e dell'edilizia residenziale.

Un tasso di cambio sottovalutato può avere effetti espansivi ...

In terzo luogo, l'accumulo di riserve espone il sistema finanziario a vari rischi. Per esempio, nella misura in cui gli sforzi per contrastare l'apprezzamento del cambio si rivelano insostenibili, i massicci investimenti nei settori dei beni tradable potrebbero rivelarsi, a posteriori, un'errata allocazione di risorse. L'esperienza di precedenti boom degli investimenti nell'Est asiatico mostra come tali squilibri rischiano di determinare un eccesso di capacità, con conseguenze negative per la crescita nel medio periodo. Inoltre, il calo degli spread sui rendimenti a lungo termine e i connessi influssi espansivi potrebbero innescare un ciclo di "boom and bust". Tale rischio è particolarmente elevato nelle economie esposte ad afflussi di capitali speculativi, poiché questi potrebbero subire un'inversione, determinando una brusca caduta dei prezzi delle attività e del cambio. La relativa illiquidità dei mercati finanziari e, in alcuni casi, il ruolo chiave svolto dagli investitori esteri sui mercati azionari potrebbero rendere talune economie particolarmente vulnerabili a siffatti rischi.

... con rischi di sovrainvestimento

Un ulteriore rischio è rappresentato dall'esposizione delle banche centrali a potenziali perdite future derivanti dall'accumulazione di riserve. Attualmente, i tradizionali costi di detenzione delle riserve sembrano contenuti a causa del livello molto basso dei tassi di interesse interni. Secondo alcune valutazioni, nel 2002 tali costi sarebbero stati inferiori rispettivamente al 1/2 e all'1% del PIL in India e nelle Filippine, e addirittura negativi in Corea e a Hong Kong. Nondimeno, un aumento dei tassi di interesse interni innalzerebbe notevolmente i costi della sterilizzazione. Inoltre, le abbondanti riserve valutarie spongono il settore ufficiale a significativi rischi di cambio.

Rischi potenziali per le banche centrali

## Domanda e spesa delle famiglie alimentate dal credito

È opinione sempre più diffusa che in molti paesi, specie quelli con crescenti avanzi di parte corrente, le strategie di crescita imperniate sulle esportazioni offrano notevoli vantaggi iniziali, ma siano anche soggette ad alcune limitazioni intrinseche. Nel corso del tempo, lo stimolo della domanda interna potrebbe rivelarsi una naturale integrazione. Questa diversa prospettiva ha interessato massimamente l'Asia e l'ECO. Per contro, maggiori risparmi si sono resi necessari in America latina, dove i saldi del conto corrente da negativi sono di recente divenuti positivi.

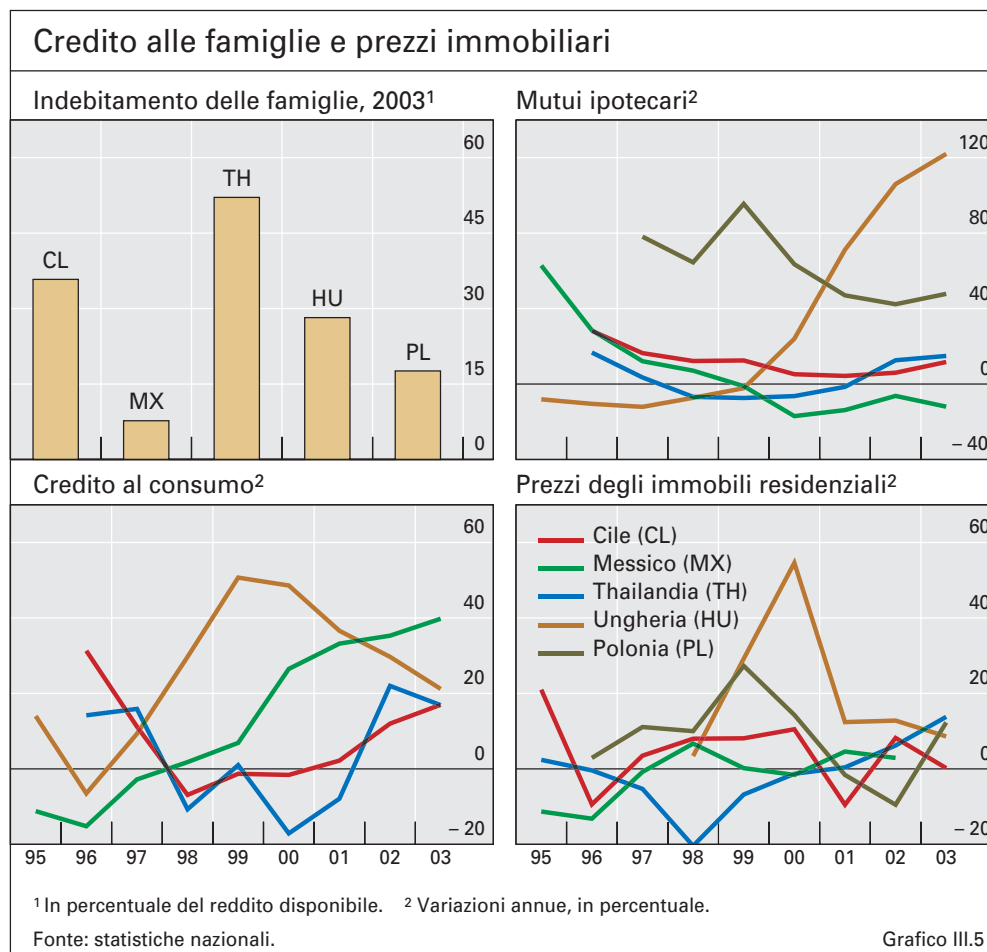
La domanda interna potrebbe divenire prioritaria

L'attenzione si è focalizzata sulla crescita dei consumi ...

Sullo sfondo della protratta debolezza della spesa per investimenti in molte economie emergenti, dopo la netta flessione intervenuta a seguito delle crisi asiatica e russa nel 1997-98, l'attenzione si è fissata sulle politiche di stimolo della spesa per consumi. L'incidenza dei consumi sul PIL è aumentata in misura significativa in Asia: tra il 1997 e il 2003 è cresciuta di 3 punti percentuali in Cina (salendo al 61%), di 8 punti in Corea (al 78%) e a Singapore (al 55%), e di 12 punti in Indonesia (all'81%). Anche nell'ECO la quota media dei consumi ha segnato un forte recupero. In America latina, invece, essa è in calo dal 2001, ma il declino è rallentato lo scorso anno grazie al rinnovato slancio dei consumi in alcune delle economie maggiori, in particolar modo Argentina e Messico.

... sostenuta dal credito bancario

L'aumento dei consumi, dovuto in gran parte ai minori tassi di interesse, è stato alimentato dall'espansione del credito bancario alle famiglie e dalle migliori condizioni di liquidità a livello mondiale nel 2003. Spesso incentivato dall'azione di governo, e talvolta sospinto dalla concorrenza e dall'innovazione finanziaria indotta dall'ingresso di banche estere, il credito alle famiglie (prestiti ipotecari e/o crediti al consumo, compresi scoperti a fronte di carte di credito) è aumentato in Cina, Corea, Thailandia, ECO, Russia e, in certa misura, Messico (grafico III.5). La crescente importanza del credito al consumo è rispecchiata anche dalla configurazione degli IDE, in seguito all'avvento di



operatori stranieri nei settori delle carte di credito e del commercio al dettaglio in diverse economie di mercato emergenti (ad esempio Brasile, Messico ed ECO).

L'espansione del credito nelle economie dell'ECO e in Russia è particolarmente sorprendente. Nell'ECO il credito alle famiglie è aumentato molto rapidamente. Ad esempio, in Ungheria i prestiti ipotecari sono cresciuti mediamente dell'81% tra il 2000 e il 2003, e il credito al consumo del 32% tra il 1998 e il 2003. In Russia il credito ipotecario è salito del 118% lo scorso anno, e quello al consumo del 48%, seppure partendo da un basso livello.

I maggiori prestiti alle famiglie delle economie emergenti favoriscono la proprietà abitativa, fornendo altresì una fonte di finanziamento alternativa al settore informale. Nei paesi in cui le infrastrutture per l'intermediazione del credito alle famiglie non sono ben sviluppate, il credito stesso risulta in effetti ancora razionato: solo una quota esigua (e ad alto reddito) della popolazione vi ha accesso, e i tassi di interesse sono spesso proibitivi.

Vi sono motivi di ritenere che il credito alle famiglie continui a crescere nei prossimi anni. In primo luogo, esso ha costituito un importante fattore di diversificazione per i settori finanziari che hanno fatto eccessivo affidamento sull'attività di prestito alle imprese. In secondo luogo, nei paesi in cui questo tipo di impieghi è stato per lo più assente fino ad epoca recente (spesso a causa di restrizioni creditizie), la "domanda repressa" di credito continua a essere elevata. In terzo luogo, l'espansione del credito si è accompagnata a un generalizzato incremento del reddito e della ricchezza delle famiglie. Quest'ultima è stata sospinta in particolare dall'aumento dei corsi azionari, che ha permesso alle famiglie di mantenere livelli di indebitamento più elevati.

Nondimeno, la rapida espansione del credito comporta rischi che potrebbero non essere gestiti in maniera adeguata, come ad esempio la possibilità che le famiglie dilatino eccessivamente la propria esposizione e non riescano quindi a far fronte al servizio del debito. Tali difficoltà sarebbero chiaramente accentuate da un eventuale ciclo di "boom and bust" del mercato immobiliare.

### *Rischi di sovraindebitamento*

Fra le economie di mercato emergenti vi sono ampie divergenze in termini di vulnerabilità delle famiglie ai più elevati livelli di debito. In Messico e nell'ECO questa sembra destare minori preoccupazioni per almeno tre motivi. Primo, l'incidenza del credito al settore privato sul PIL nominale è ancora bassa. A titolo esemplificativo, si consideri che nel 2003 essa ammontava a circa il 16% in Messico e al 33-42% in Polonia, Repubblica ceca e Ungheria, contro il 64% in Cile, il 90% in Thailandia e il 112% in Corea; inoltre, sono inferiori anche i corrispondenti rapporti indebitamento/reddito delle famiglie (grafico III.5). Secondo, in molti di questi paesi le banche sono più solide rispetto ad alcuni anni fa, quando le crisi avevano ridimensionato i settori finanziari. Terzo, una quota importante dei crediti è erogata da istituzioni estere che impiegano più efficaci tecniche di gestione del rischio. Ad esempio, nel 2002 la percentuale degli impieghi di banche straniere (con partecipazione estera pari ad almeno il 50%) sul totale delle attività del settore bancario superava l'80% in Messico

Rapida espansione del credito nell'ECO

Il credito alle famiglie è destinato a crescere ulteriormente

Ma una rapida espansione del credito potrebbe comportare rischi ...

... fra cui gli alti livelli di debito delle famiglie ...

e oscillava tra il 67 e il 90% in Polonia, Repubblica ceca e Ungheria, rispetto al 6% della Thailandia e al 32% della Corea.

... che hanno suscitato timori in Corea e Thailandia

Per contro, l'impennata delle esposizioni debitorie a fronte di carte di credito ha suscitato forte preoccupazione in Corea e Thailandia. In quest'ultimo paese il numero di carte di credito bancarie ha raggiunto lo scorso anno quota 4,2 milioni, con un aumento del 23% rispetto al 2002, mentre le passività in essere sono cresciute nello stesso periodo del 33% (a quasi \$2 miliardi, ossia l'1,3% del PIL del 2003). Sono inoltre in circolazione anche diversi milioni di carte emesse da istituti non bancari. Si stima che le sofferenze collegate a carte di credito siano ancora basse (3-4% del debito totale). Nondimeno, con un provvedimento preventivo entrato in vigore nell'aprile 2004, la Banca di Thailandia ha introdotto una serie di limitazioni all'emissione di carte di credito.

In Corea il boom delle carte di credito si è già concluso

Se la Thailandia è ancora in pieno boom delle carte di credito, la Corea ne sta già sperimentando le conseguenze. Dopo diversi anni di rapida espansione degli utilizzi, i consumatori coreani hanno cominciato a incontrare difficoltà di rimborso, specie per gli anticipi in contanti da restituire a fine mese. Molti consumatori hanno fatto fronte alle loro obbligazioni attingendo al credito disponibile su altre carte, peggiorando così sia la propria esposizione che quella dei loro creditori. Alla fine del 2003 il tasso medio di insolvenza dei titolari di carte in Corea (crediti scaduti da almeno un mese in percentuale del totale delle attività amministrate) è salito al 14%, contro il 6% circa dell'anno precedente. Sempre nel 2003 gli otto emittenti locali di carte hanno segnalato perdite nette pari a quasi l'1,7% del PIL di quell'anno, dopo i profitti realizzati nel 2002. Inoltre, i loro coefficienti di adeguatezza patrimoniale sono divenuti negativi, scendendo dal 13 al -5,5% nello stesso periodo, nonostante i significativi aumenti di capitale.

#### *Rischi di surriscaldamento dei mercati immobiliari*

Surriscaldamento dei mercati immobiliari in Asia

Il surriscaldamento dei mercati immobiliari nelle economie emergenti non è un fenomeno generalizzato, ma circoscritto ad alcune realtà o economie. A Shanghai, per esempio, i prezzi degli immobili hanno fatto registrare progressi a due cifre per tre anni consecutivi (nel 2003 +18% rispetto all'anno precedente), ma in altre aree urbane della Cina i rincari sono stati modesti. Nella capitale della Corea i prezzi avevano subito un brusco aumento nel 2002, rientrato poi in parte grazie all'adozione di misure volte a contenere le speculazioni immobiliari. Dal febbraio 2003 essi hanno segnato nuovi incrementi, ma sembrano essersi stabilizzati dopo l'annuncio di ulteriori provvedimenti di lotta alla speculazione, effettuato in ottobre dal governo. In Thailandia i prezzi immobiliari sono in ascesa dal 2001 e i più recenti indicatori disponibili mostrano una sensibile accelerazione nell'attività del settore. Nell'ultimo trimestre 2003 un indice del valore delle transazioni fondiari era balzato del 142% (su base annua), mentre un indicatore dell'attività edilizia aveva guadagnato quasi il 55% (sempre su base annua). Nondimeno, i valori locativi hanno accusato una flessione in seguito alla maggiore offerta di alloggi venutasi a creare con l'allentamento delle condizioni finanziarie, mentre è cresciuta la quota degli immobili inoccupati sul mercato delle locazioni, poiché gli affittuari sono stati

incentivati ad acquistare la propria abitazione. Anche in Messico si è osservato un calo analogo nei valori locativi. I prezzi della proprietà immobiliare in diverse economie dell'ECO sono stati altamente volatili: ad esempio, in Ungheria i rincari hanno toccato il picco del 55% nel 2000, per rallentare al 9% nel 2003.

#### *Linee di azione e questioni irrisolte*

Vi sono due modi per affrontare le vulnerabilità che potrebbero sorgere da una rapida espansione del credito alle famiglie. Il primo consiste nell'imporre restrizioni amministrative mirate al fine di contenere la crescita in taluni mercati o la volatilità dei prezzi. Per limitare le speculazioni sui mercati immobiliari coreani, ad esempio, nell'ottobre 2003 una commissione governativa ha proposto di aumentare sensibilmente l'aliquota fiscale sulle plusvalenze immobiliari realizzate da proprietari di almeno tre unità abitative. Per ridurre la vulnerabilità del settore finanziario, Corea e Thailandia hanno introdotto massimali sul rapporto credito/valore commerciale applicato ai mutui ipotecari (destinati agli immobili di lusso). Nel settore delle carte di credito, tra i provvedimenti adottati figurano la restrizione e la penalizzazione delle prassi aggressive di marketing, il blocco delle emissioni di nuove carte, nonché l'introduzione di limiti di fido (basati sul reddito) e di piani prestabiliti di rimborso del debito utilizzato. In più occasioni, inoltre, agli istituti operanti in tale settore è stato richiesto di aumentare gli accantonamenti a fronte delle perdite collegate a questo tipo di esposizioni.

L'adozione di vincoli regolamentari mirati potrebbe essere giustificata dalle imperfezioni del mercato; in diverse economie emergenti, ad esempio, si ritiene che i mercati immobiliari siano particolarmente esposti alla speculazione. Siffatte restrizioni erano molto diffuse qualche decennio fa, e vari paesi avanzati le applicano tuttora.

Un ulteriore approccio consiste nel fare affidamento sulla disciplina di mercato, che dovrebbe favorire la sopravvivenza delle società ben gestite. In presenza di una disciplina efficace, i mutuatari con minore qualità creditizia avranno maggiori difficoltà ad accedere al credito. Inoltre, un creditore che assuma un rischio eccessivo sarà soggetto a costi di finanziamento più elevati (o a declassamenti del rating), o potrebbe incorrere in perdite tali da essere costretto ad abbandonare il mercato. I recenti sviluppi indicano tuttavia che la disciplina di mercato può essere pregiudicata da quattro fattori.

Primo, nei mercati emergenti di solito i prestatori non dispongono di dati adeguati circa l'affidabilità creditizia dei mutuatari. Ad esempio, sebbene esistano meccanismi per la raccolta di informazioni sui debitori (come i dati sulle insolvenze), queste sono talvolta incomplete o non vengono condivise fra le principali istituzioni finanziarie per ragioni concorrenziali. Diversi paesi emergenti stanno pertanto provvedendo a istituire centrali private dei rischi o a migliorare la loro efficacia per ovviare a questi problemi. Secondo, il settore del credito al consumo – ivi comprese le carte di credito – è molto redditizio, e i prestatori sono quindi fortemente incentivati ad adottare strategie aggressive per accaparrarsi quote di mercato. L'espansione di questo settore nelle economie emergenti è stata alimentata anche dall'innovazione finanziaria, che ha facilitato l'accesso al credito a basso costo, come la cartolarizzazione

Vincoli regolamentari mirati limitano le vulnerabilità

La disciplina di mercato può rafforzare il sistema finanziario ...

... ma quattro fattori possono pregiudicarne l'efficacia



sui mercati internazionali dei saldi di carte di credito interne. Terzo, in alcuni paesi i prestatori sembrano trascurare il rischio di sovraindebitamento degli affidati. Ad esempio, alcuni emittenti hanno offerto le carte senza verificare preventivamente il merito di credito dei titolari, tra i quali figuravano individui senza alcuna fonte di reddito. Quarto, i governi si sono mostrati talvolta riluttanti a lasciar fallire istituzioni finanziarie che avevano dato prova di negligenze nell'attività di fido, temendo possibili ricadute di tali fallimenti sul sistema finanziario o sui mutuatari. Ciò solleva la questione del "moral hazard".

## Boom economico in Cina e India

### *Origini della recente espansione in Cina*

Boom degli investimenti in Cina nel 2003

La sostenuta crescita della Cina è stata una componente fondamentale della ripresa dell'intera area emergente nel 2003. Nonostante l'effetto frenante della SARS nella prima metà dell'anno, la produzione industriale è cresciuta del 16%, dal 13% del 2002. L'accelerazione è stata trainata dalla spesa per investimenti fissi, specie nei settori siderurgico, dell'alluminio, del cemento e dell'edilizia. Se gli investimenti in nuovi progetti sono cresciuti di un modesto 10%, quelli in progetti già pianificati negli anni precedenti hanno segnato un aumento di oltre il 50%. L'espansione degli investimenti sembra acquistare ulteriore vigore quest'anno: nel primo trimestre 2004 la spesa nominale in conto capitale di imprese private e pubbliche è salita di almeno il 40% su base annua.

I consumi sono stati vigorosi

La crescita è stata sorretta anche dai consumi, poiché l'aumento del credito bancario e dei redditi delle famiglie ha favorito la spesa per autoveicoli e altri beni di consumo ad alto valore. Anche le politiche fiscali hanno continuato a stimolare l'attività economica. Se verso la fine del 2003 le cospicue entrate pubbliche hanno ridotto al 2,5% l'incidenza del disavanzo di bilancio sul PIL, la spesa pubblica per interventi di assistenza in connessione con l'epidemia di SARS ha rafforzato la domanda nel primo semestre. Il ricorso a misure di stimolo fiscale dovrebbe scendere quest'anno; il governo ha annunciato un calo delle emissioni obbligazionarie destinate ad accrescere la spesa in infrastrutture.

Crescono sia le esportazioni che le importazioni

Le esportazioni hanno registrato un'impennata (quasi il 35% nel 2003), grazie al forte aumento della domanda USA. L'anticipazione delle forniture da parte degli esportatori in vista della riduzione degli sgravi fiscali sull'IVA a partire dal gennaio 2004 ha impresso uno slancio temporaneo. Dato che il boom degli investimenti e delle esportazioni dipendeva ampiamente dalla trasformazione dei fattori produttivi, esso si è associato a un incremento ancor maggiore delle importazioni (40%), specie di materie prime, semilavorati, macchinari e attrezzature (tabella III.5). La quota della Cina sul consumo globale di tali prodotti è accelerata nettamente. Ad esempio, nel 2003 il paese ha concorso per il 42% ai consumi mondiali di carbone, il 34% a quelli di minerali ferrosi, il 20% a quelli di rame e il 7% ai consumi petroliferi. Di conseguenza, il saldo attivo della bilancia commerciale è sceso l'anno scorso

Interscambio della Cina						
variazioni annue, in percentuale						
	Esportazioni			Importazioni		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Totale	6,7	22,4	34,7	8,2	21,2	39,9
di cui:						
prodotti di base	4,1	7,5	22,3	-2,0	7,6	47,8
materie grezze	-6,0	5,0	14,3	10,6	2,7	50,1
combustibili minerali	8,6	-1,7	32,9	-15,1	10,2	51,6
prodotti chimici e affini	11,2	14,0	35,8	6,4	21,5	25,5
prodotti trasformati	7,3	23,7	35,8	10,9	24,4	38,3
manufatti	3,1	20,7	30,3	2,8	15,6	31,8
macchine e mezzi di trasporto	15,1	33,6	47,9	16,3	28,2	40,8

Fonti: CEIC; statistiche nazionali.

Tabella III.5

a \$25 miliardi ed è divenuto negativo nel primo trimestre di quest'anno. Sebbene il contributo diretto dell'interscambio netto alla crescita sia stato quasi nullo nel 2003, gli ingenti proventi da esportazioni si sono trasmessi alla domanda interna tramite un aumento dei profitti delle imprese e del reddito disponibile delle famiglie.

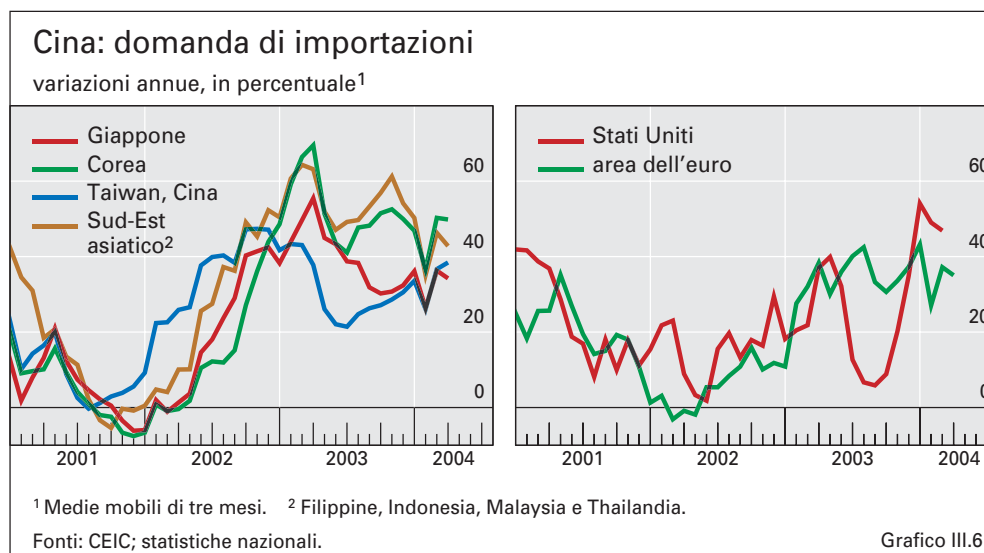
#### *Implicazioni regionali e mondiali*

La rapida espansione della Cina rispecchia il ruolo di leader mondiale assunto negli ultimi anni nell'offerta di manufatti. La sua quota nel settore manifatturiero globale è salita l'anno scorso al 7%, con una parte crescente del valore aggiunto riconducibile alle esportazioni. I bassi costi del lavoro e i miglioramenti di produttività hanno rafforzato la competitività del paese. Di conseguenza, la sua incidenza sul totale mondiale delle esportazioni di merci è raddoppiata negli ultimi tre anni, sfiorando l'8% nel 2003. Allo stesso tempo, la maggiore integrazione verticale dei processi produttivi ha intensificato le importazioni dai paesi limitrofi e favorito l'interscambio nel continente.

L'impatto del recente boom della Cina presenta ampi divari fra le diverse economie e regioni, e i paesi strettamente integrati alle industrie cinesi di trasformazione orientate all'export ne hanno tratto notevole beneficio. Le importazioni da Corea, Giappone e Taiwan, ad esempio, sono cresciute tra il 30 e il 50% l'anno scorso (grafico III.6, diagramma di sinistra). Le vendite alla Cina hanno contribuito al rilancio della spesa nipponica per investimenti, mentre i flussi commerciali e turistici provenienti dal paese hanno avuto un ruolo centrale nel costante rientro di Hong Kong dalla deflazione. Le importazioni cinesi da altre economie emergenti dell'Asia orientale hanno segnato anch'esse forti aumenti nel 2003, e ciò ha accresciuto nettamente il contributo del paese alla crescita delle esportazioni di tali economie. Nondimeno, in una prospettiva di lungo termine, la Cina ha parimenti esercitato pressioni concorrenziali sugli altri paesi innalzando la sua quota sui mercati industriali, specie nei comparti a basso valore aggiunto in cui altre economie est-asiatiche avevano in precedenza goduto di vantaggi competitivi.

La Cina è leader mondiale nel settore manifatturiero ...

... e ciò influisce sui suoi partner commerciali ...



... fino all'America latina

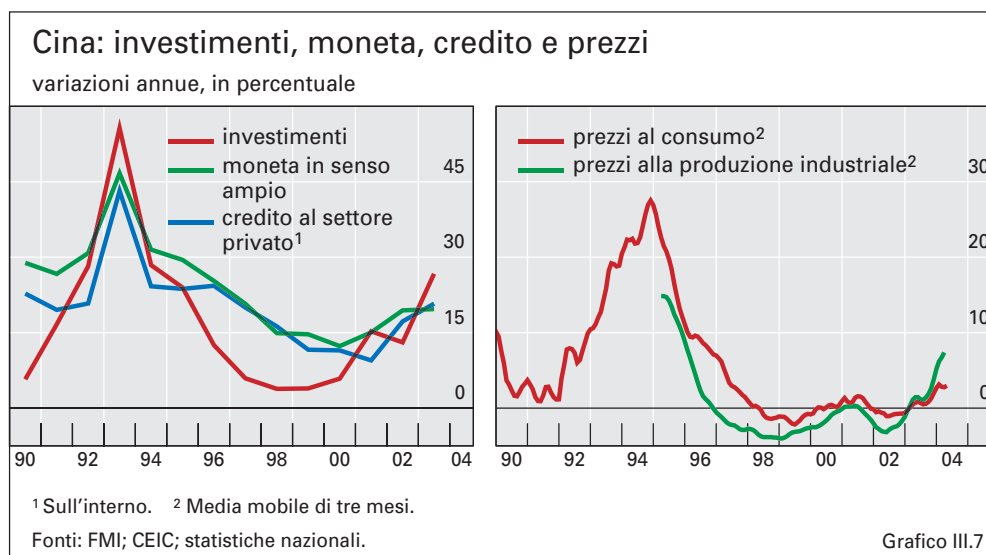
Anche altre regioni hanno beneficiato della forte domanda cinese. Ad esempio, le importazioni dal Brasile – alimentate dalla domanda di materie prime – sono cresciute nel 2003 dell'80% in termini nominali. Anche quelle dagli Stati Uniti e dall'area dell'euro hanno registrato un'ascesa significativa l'anno scorso (grafico III.6, diagramma di destra), sebbene l'impatto sull'attività produttiva di queste economie sia stato contenuto, giacché la Cina copre solo il 3-4% dei loro mercati di sbocco. Di riflesso alla crescente domanda di importazioni, il deficit commerciale con il resto dell'Asia si è ampliato di circa \$30 miliardi tra il 2000 e il 2003. Al tempo stesso, le esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti sono salite del 22% l'anno scorso, spingendo l'avanzo della bilancia commerciale cinese con gli USA a oltre \$100 miliardi e accrescendo le pressioni protezionistiche negli Stati Uniti (Capitoli II e V).

#### *Sostenibilità dell'attuale espansione*

I rischi di sovrainvestimento restano elevati

Il rapidissimo aumento della spesa per investimenti fissi registrato l'anno scorso potrebbe essere una particolare fonte di vulnerabilità. Al livello di 0,45 il rapporto investimenti/PIL della Cina è uno dei più elevati al mondo. Ciò rischia non solo di surriscaldare l'economia nel breve termine, ma – qualora perdurasse – anche di condurre a una situazione di sovrainvestimento e di bassi rendimenti nel medio periodo. L'espansione degli investimenti si è tra l'altro concentrata in buona parte nelle imprese a capitale pubblico, dove i rendimenti sono inferiori a quelli del settore privato. Ciò potrebbe comportare un aumento della capacità eccedente e l'intensificarsi delle forze deflazionistiche di lungo periodo nell'economia. Inoltre, nella misura in cui i saggi di investimento attuali sono insostenibili, la domanda interna potrebbe rallentare in futuro, aumentando la dipendenza dalle esportazioni per mantenere alto il livello di crescita.

Anche la fragilità finanziaria è fonte di timore, poiché gli investimenti sono stati alimentati da una forte espansione del credito bancario (grafico III.7, diagramma di sinistra). Sono inoltre cresciuti a ritmo elevato (45% nel 2003)



i prestiti al settore immobiliare, in gran parte destinati a promotori. Tali crediti si sono associati a pronunciati rincari dei fabbricati nelle maggiori aree metropolitane come Shanghai. La risposta delle autorità lo scorso anno si è concretizzata nell'emanazione di direttive volte a limitare gli impieghi bancari al settore immobiliare e a quello privato destinati alla costruzione di residenze secondarie o di lusso. Un'ampia liquidità eccedente ha inoltre incoraggiato le banche ad aumentare i prestiti al consumo, per i quali i criteri di affidamento sono meno stringenti. Questi sviluppi potrebbero implicare in futuro un aumento sia dei tassi di insolvenza sia delle sofferenze nel sistema bancario, la cui incidenza è stata stimata lo scorso anno al 15% degli impieghi totali.

Un altro rischio potenziale è rappresentato dall'alta inflazione. L'attuale fase espansiva si è basata sull'uso intensivo di risorse, provocando penurie diffuse di metalli, energia e altri fattori produttivi di base nell'economia. Nel 2003, ad esempio, il consumo di acciaio della Cina ha concorso per il 90% all'aumento della domanda globale del metallo, superando l'offerta interna. Anche il consumo di nichel e rame ha sopravanzato di un ampio margine l'offerta del paese.

Questi sviluppi hanno posto fine alla deflazione e determinato un picco dell'inflazione dei prezzi al consumo (grafico III.7, diagramma di destra). Con rincari dell'ordine del 25-80% per l'acciaio e altri metalli, nel marzo 2004 l'inflazione dei prezzi alla produzione industriale risultava persino superiore. In passato questa era rimasta generalmente al disotto dell'inflazione dei prezzi al consumo, di riflesso agli ingenti guadagni di produttività e all'incapacità delle imprese di trasferire sui prezzi l'aumento dei costi a causa della debole domanda. La situazione sembra essere cambiata l'anno scorso: le aspettative di inflazione si sono rafforzate, e ciò ha indotto le imprese ad aumentare il ricarico dei costi. Vale inoltre la pena di rammentare che, storicamente, i cicli dei prezzi in Cina si sono strettamente associati a quelli della crescita della moneta e degli investimenti (grafico III.7, diagramma di sinistra). Una brusca accelerazione degli investimenti e del credito nei primi anni novanta aveva

Ma altri rischi provengono dall'aumento del credito ...

... dal surriscaldamento dell'economia e dall'inflazione

Le crescenti pressioni inflazionistiche ...

condotto ad alti tassi di inflazione, mentre il successivo inasprimento monetario era sfociato in un prolungato periodo di deflazione. Anche l'attività economica era rallentata portandosi su un ritmo più sostenibile.

... conducono al varo di misure per raffreddare l'economia

Consapevoli di questi rischi, le autorità hanno recentemente intrapreso riforme per rafforzare il sistema bancario, nonché una serie di iniziative per raffreddare l'economia. Nel dicembre 2003 il governo ha ricapitalizzato due delle quattro principali banche commerciali a controllo statale, utilizzando \$45 miliardi di riserve valutarie. Nell'intento di migliorare la governance, si prevedono la quotazione in borsa dei due istituti e il collocamento dei titoli azionari presso investitori privati. Misure analoghe sono in cantiere per le restanti due banche.

Nel settembre 2003 la banca centrale ha parimenti cominciato ad adottare un orientamento monetario restrittivo, aumentando a più riprese gli obblighi di riserva e inasprendo i controlli amministrativi al fine di limitare il finanziamento degli investimenti in taluni settori. Nel rendere nota l'intenzione di pervenire a una crescita più lenta ed equilibrata, il governo ha abbassato le previsioni di crescita del PIL per il 2004 al 7%, annunciando al tempo stesso il graduale abbandono di progetti di edilizia pubblica insieme a misure volte a promuovere i redditi rurali.

Gli effetti devono ancora essere avvertiti

Ciò nonostante, i dati per il primo trimestre 2004 segnalano un'accelerazione della crescita. Anche l'espansione del credito bancario (oltre il 20% in marzo) e l'inflazione sono rimaste a livelli elevati. La domanda di investimenti continua a dilatarsi, di riflesso in parte a progetti già pianificati e al netto calo dei tassi di interesse. Per scongiurare un surriscaldamento dell'economia potrebbero pertanto rendersi necessarie ulteriori misure restrittive.

#### *Accelerazione della crescita in India*

L'India è il secondo paese asiatico in termini di crescita nel 2003

L'anno scorso l'economia indiana è cresciuta di oltre l'8%, il tasso di espansione più rapido in Asia dopo la Cina. Essa ha beneficiato della forte ripresa del settore agricolo – favorita da una stagione monsonica propizia – e del costante recupero di quello industriale, che si era finora mosso in ritardo. Il terziario, che rappresenta oltre il 55% del PIL, è aumentato dell'8%. Dal lato della domanda gli accresciuti redditi rurali, i bassi tassi di interesse e corsi azionari in salita hanno sostenuto la spesa per consumi e investimenti. Le previsioni di crescita per i prossimi due anni restano elevate.

Le condizioni favoriscono il protrarsi di alti tassi di crescita

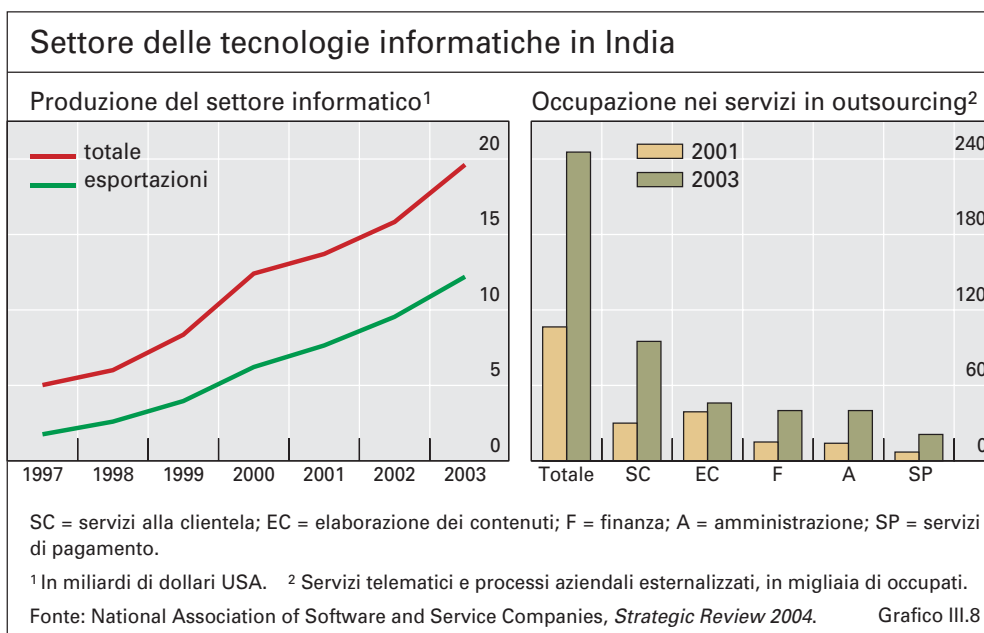
Il recente ottimismo rispecchia diversi fattori. L'accresciuta concorrenza dall'estero ha indotto molte imprese ad avviare piani di ristrutturazione, aumentando la redditività. Gli utili netti delle grandi società sono cresciuti a un ritmo annuo del 30% negli ultimi due trimestri del 2003. Le autorità hanno varato misure volte ad accelerare le privatizzazioni, ridurre i dazi all'importazione e aprire ulteriormente l'economia agli investitori esteri. Il saldo del conto corrente è positivo dal 2001, e gli afflussi netti di investimenti diretti esteri e di portafoglio sono più che raddoppiati dal 2002, sebbene rimangano ben al disotto di quelli della Cina. Inoltre, l'aumento del reddito e il miglior accesso al credito bancario negli ultimi due anni hanno rafforzato il potere di acquisto delle famiglie, sospingendo il consumo di beni durevoli e gli investimenti immobiliari.

A migliorare le prospettive economiche dell'India è intervenuto un altro importante fattore, ossia la crescita dell'industria del software e di altri comparti collegati ai servizi. Beneficiando di vantaggi di costo e di una manodopera numerosa e altamente specializzata, oltretutto dei tagli di spesa attuati dai paesi industriali, l'India ha attratto quote crescenti del mercato globale del software e dei servizi in outsourcing. Di conseguenza, i settori delle tecnologie informatiche sono cresciuti rapidamente negli ultimi cinque anni, aumentando la loro incidenza sul PIL al 4% e contribuendo in misura significativa alle esportazioni (grafico III.8, diagramma di sinistra). Secondo le previsioni, i proventi dell'attività di outsourcing sarebbero dovuti salire di oltre il 50%, fino a raggiungere nel 2003 quota \$4 miliardi. Il potenziale di crescita è ampio, se si considera la forte espansione di questo comparto prevista a livello mondiale per i prossimi dieci anni.

La crescita delle industrie del software e dell'outsourcing migliora le prospettive economiche

I servizi offerti dall'India in outsourcing hanno destato timori circa le loro possibili ricadute sull'occupazione, specie negli USA, che rappresentano il più importante mercato di sbocco per l'economia indiana in questo comparto. Tali timori hanno indotto alcune autorità locali statunitensi a imporre restrizioni sul trasferimento di attività lavorative verso centri a basso costo (un analogo disegno di legge è in discussione a livello federale). Tuttavia, sebbene la crescita dei posti di lavoro in diversi campi dell'esternalizzazione dei processi aziendali in India sia più che raddoppiata negli ultimi due anni (grafico III.8, diagramma di destra), essa appare esigua se raffrontata al numero degli impieghi persi negli Stati Uniti. Anche ipotizzando una crescita elevata dello spostamento di posti di lavoro dagli USA nei prossimi anni, secondo alcune stime la corrispondente incidenza sul totale dell'occupazione statunitense rimarrebbe probabilmente al di sotto dell'1% fino al 2010. Inoltre, l'outsourcing può generare guadagni considerevoli nei paesi industriali riducendo i costi, e potrebbe contribuire ad alleviare il problema di eventuali carenze di manodopera in futuro.

L'outsourcing indiano rappresenta ancora una quota esigua dell'occupazione mondiale



Permangono altre sfide importanti

Tuttavia, la sostenibilità degli elevati livelli di crescita in India pone alcune sfide. Considerato che le stime di crescita potenziale si aggirano intorno al 6%, il mantenimento degli attuali ritmi – più elevati – richiederà un aumento del saggio di investimento (ora al 24% del PIL) o una sostanziale crescita della produttività. Un'ulteriore apertura dell'economia agli investimenti esteri favorirebbe entrambi. In India occorre inoltre migliorare le infrastrutture e accelerare la privatizzazione delle imprese pubbliche. In aggiunta, il disavanzo di bilancio – pari a oltre il 9% del PIL – resta altissimo. Ciò ha contribuito all'elevato livello dei tassi di interesse reali e allo spiazzamento di investimenti privati più produttivi.

## Mercati e prezzi delle materie prime

### *Sviluppi recenti e tendenze di lungo periodo*

Netto aumento dei prezzi delle materie prime

L'anno scorso i prezzi delle materie prime sono nuovamente cresciuti in termini di dollari USA: nella primavera 2004 l'aumento superava il 70% rispetto ai minimi toccati a fine 2001 (tabella III.6). I rincari del greggio si sono già riverberati sui prezzi al dettaglio dell'energia nei paesi industriali (Capitolo II), mentre quelli delle materie prime non petrolifere hanno sospinto i prezzi alla produzione "a monte", senza peraltro incidere in misura significativa su quelli globali al dettaglio. Nondimeno, alcuni analisti vedono nell'impennata dei prezzi una più generale conferma delle aspettative inflazionistiche, nonché un segnale della possibile imminente conclusione del periodo di bassa inflazione mondiale. Secondo altri, se il rincaro dei prodotti primari non petroliferi è il sintomo di un aumento della domanda, esso non rappresenta tuttavia un indicatore affidabile della futura dinamica dell'inflazione, vista la sua bassa incidenza sui costi totali. L'analisi dell'andamento dei prezzi dei prodotti di base in un'ottica di più lungo periodo induce a ritenere che gli aumenti non abbiano ancora raggiunto il punto massimo. Essa solleva inoltre alcuni interrogativi circa il modo in cui ciò potrebbe influire sulle prospettive di crescita dei paesi esportatori di materie prime. In particolare, alcuni paesi africani – che fanno ampio affidamento sulle esportazioni di greggio o di prodotti non petroliferi – disporranno di un'opportunità unica per trasformare i miglioramenti delle ragioni di scambio in una più elevata crescita sostenibile.

Prezzi di alcune merci (marzo 2004)							
in termini di dollari USA, dicembre 2001 = 100							
Totale	Petrolio	Prodotti non petroliferi	Materiali industriali	Alimentari	Cotone	Soia	Frumento
172	182	157	162	133	169	219	136
Lana	Carbone	Minerali ferrosi	Alluminio	Rame	Piombo	Nichel	Zinco
141	140	126	123	204	182	259	145

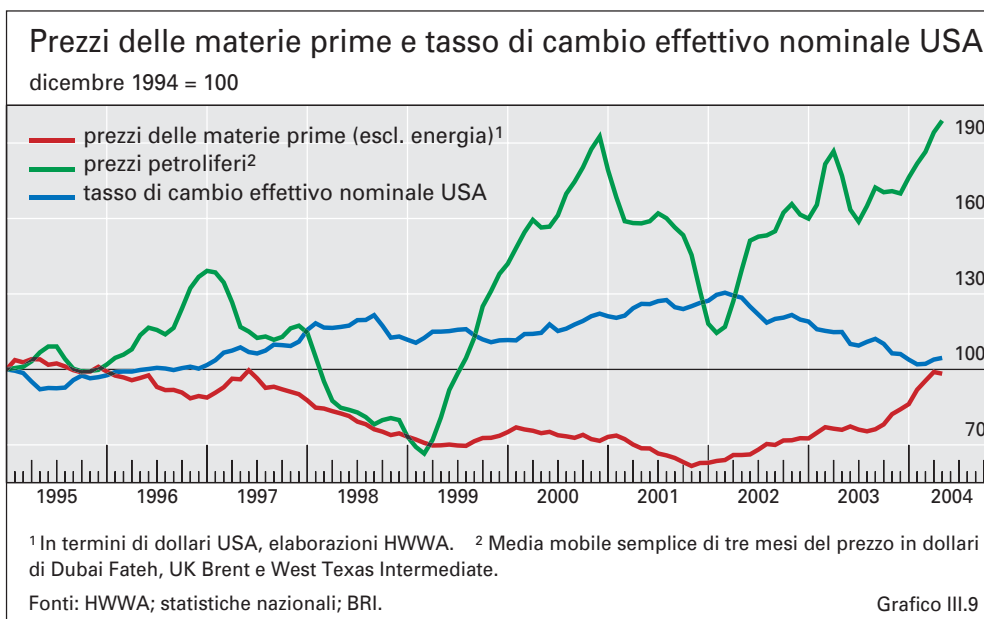
Fonti: FMI; Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA). Tabella III.6

In contrasto con le aspettative espresse dalle quotazioni a termine, il prezzo del greggio ha segnato un brusco aumento a partire dalla metà del 2003 (grafico III.9). Una causa è stata l'imprevista ascesa della domanda (soprattutto in Cina, ma anche in altre economie asiatiche emergenti e negli Stati Uniti). Inoltre, i ritardi nel ripristino delle esportazioni petrolifere dall'Iraq e le tensioni politiche in Nigeria e Venezuela hanno teso a ridurre l'offerta. L'inatteso aumento della domanda, unitamente al persistere di una differenza negativa tra quotazioni a termine e a pronti ("deporto"), ha compresso le scorte commerciali ai minimi storici, innalzando la volatilità dei prezzi. Sebbene la produzione in Iraq sia stata ora riportata ai livelli di prima della guerra, i prezzi del petrolio in dollari USA rimarranno probabilmente elevati e quest'anno potrebbero persino aumentare ancora, viste le prospettive di ripresa della crescita globale e i più forti timori di attacchi terroristici agli impianti petroliferi. Gli effetti della decisione dell'OPEC di ridurre la produzione dal 1° aprile di quest'anno sono incerti, se si considera che la maggioranza dei paesi membri continua a estrarre quantità superiori a quelle convenute e che da allora l'Arabia Saudita va incoraggiando altri produttori ad accrescere l'offerta.

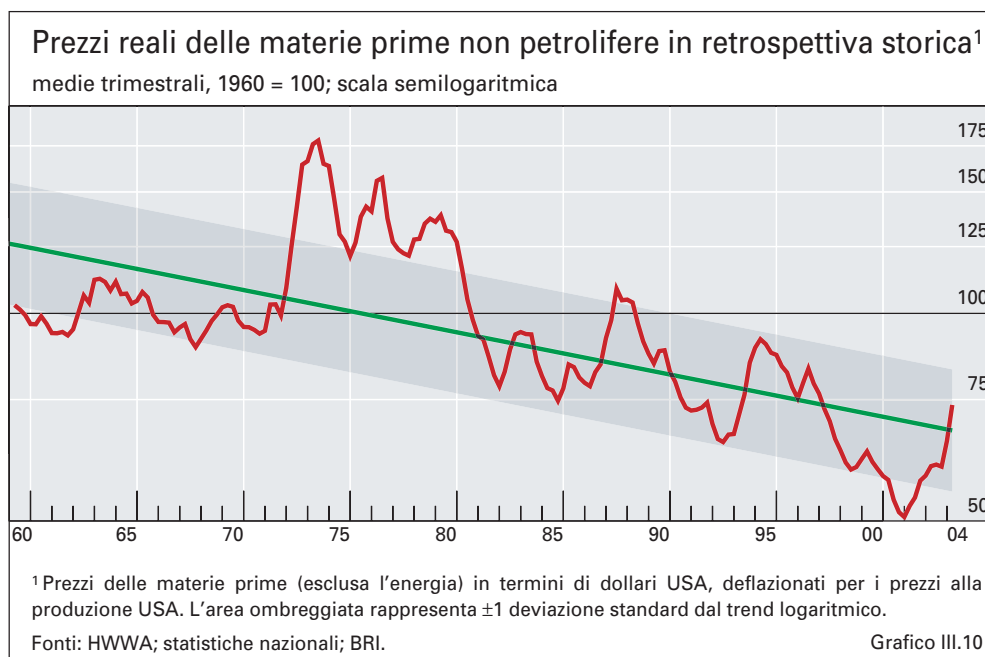
I rincari del greggio rispecchiano una domanda sostenuta ...

Va tuttavia sottolineata la difficoltà di formulare previsioni accurate sui prezzi futuri del petrolio in quanto, vista l'elevata incertezza della domanda e dell'offerta, la domanda netta può oscillare vistosamente. Ad esempio, l'aumento dell'offerta previsto per i prossimi cinque anni dipende da nuovi sostanziali investimenti nella capacità produttiva e negli oleodotti. Dal lato della domanda, l'aumento graduale dell'incidenza dei servizi sul PIL e l'accresciuta efficienza energetica dovrebbero contribuire a moderare i consumi di petrolio. Tuttavia, qualora dovesse proseguire la redistribuzione del PIL mondiale in favore della Cina e dell'India (dove l'efficienza energetica è ancora relativamente bassa), la domanda di petrolio – e con essa i prezzi – potrebbe aumentare più di quanto non sia attualmente previsto. Infatti, pur rappresentando appena il 7% del consumo mondiale di greggio, la Cina ne è

... ma le tendenze di medio termine sono incerte







già il secondo importatore mondiale. Considerando inoltre che la quota dei paesi dell'OPEC sulla produzione globale è destinata ad aumentare nel medio termine (visto che essi controllano più del 60% delle riserve totali di petrolio), non si può escludere un'inversione della tendenza al ribasso del prezzo reale osservata dal 1980.

Anche i prezzi non petroliferi hanno segnato una ripresa ...

Nonostante la recente ascesa, i prezzi nominali in dollari delle materie prime non petrolifere sono in pratica agli stessi livelli di 40 anni fa. Ciò implica che, in termini reali (ossia, deflazionati con un indice dei prezzi alla produzione o dei valori unitari delle esportazioni nei paesi industriali), essi hanno subito negli ultimi quattro decenni una flessione annua di quasi l'1,5%. Ciò non si discosta molto dalla tendenza osservata negli ultimi 150 anni. Visti in questa prospettiva di più lungo termine, i prezzi hanno toccato i minimi storici a fine 2001 (grafico III.10). Pertanto, una ragione della recente ripresa potrebbe risiedere nella loro tendenza a far ritorno, seppure con lentezza, alla dinamica di lungo periodo.

... dovuta in parte alla debolezza del dollaro

Tuttavia anche altri fattori hanno svolto un ruolo significativo. Dalla fine del periodo di Bretton Woods i prezzi reali delle materie prime hanno generalmente seguito un andamento inverso a quello del cambio effettivo del dollaro USA. Ciò è stato particolarmente evidente durante la prima metà degli anni ottanta e la seconda degli anni novanta, quando l'apprezzamento del dollaro e gli alti tassi di interesse reali avevano costretto i produttori di materie prime non petrolifere ad aumentare l'offerta per far fronte al servizio del debito in dollari. Le conseguenti pressioni al ribasso sui prezzi delle materie prime erano state amplificate da un calo della domanda nei paesi con la moneta in deprezzamento. Per contro, nel più recente periodo di debolezza della valuta USA l'accresciuta domanda degli importatori, combinata con una minore offerta, ha causato un aumento dei prezzi, cui hanno contribuito la pronunciata espansione dell'industria manifatturiera (un settore ad alta intensità di materie prime) in Cina e, più recentemente, negli Stati Uniti. Inoltre, i rincari del

greggio (un importante input per la produzione di numerosi beni primari) hanno intensificato le pressioni al rialzo sui prezzi.

Quali sono le prospettive a breve e a medio termine per i prezzi delle materie prime non petrolifere? Anche se la domanda di questi prodotti è destinata ad aumentare ulteriormente quest'anno con il diffondersi della ripresa mondiale ad altri paesi, taluni fattori dal lato dell'offerta potrebbero esercitare un effetto frenante. L'anno scorso, ad esempio, le giacenze di alcuni metalli sono scese ai minimi storici e la minore offerta di certi prodotti alimentari causata dalle condizioni atmosferiche ha determinato una straordinaria accelerazione dei prezzi. Inoltre, quest'ultima sembra essere stata acuita dagli acquisti speculativi di investitori che ricorrono alle materie prime per coprirsi dal deprezzamento del dollaro. Con il naturale aggiustamento della domanda e dell'offerta, tuttavia, quasi tutte queste forze potrebbero perdere parte del loro peso nel prosieguo dell'anno. In aprile, per esempio, i prezzi dei metalli sono calati in risposta sia all'accumulo di scorte sia alle voci di un possibile inasprimento del credito bancario in Cina.

Oltre il prossimo anno le prospettive per i prezzi delle materie prime non petrolifere sono ancora più incerte. Da una parte, visto il ruolo preminente assunto dalla Cina nella produzione manifatturiera e nel consumo di prodotti di base, tali prezzi potrebbero aumentare a medio termine rispetto a quelli dei manufatti, invertendo forse la tendenza negativa osservata in passato. Dall'altra, numerose analisi empiriche sulla dinamica dei prezzi delle materie prime negli ultimi 150 anni non hanno permesso di individuare discontinuità in questa tendenza negativa. È vero che nel breve periodo l'elasticità dell'offerta di prodotti primari è piuttosto bassa e che le fluttuazioni della domanda possono ripercuotersi fortemente sui prezzi relativi ma, a più lungo termine, la domanda e l'offerta tendono a reagire a queste variazioni, ripristinando così la tendenza.

#### *Potenziali implicazioni sul piano delle politiche*

Il trend discendente di lungo periodo dei prezzi delle materie prime non petrolifere ha comportato un corrispondente calo dei redditi reali disponibili percepiti dagli esportatori di queste merci. Un aspetto forse ancor più importante è che la volatilità dei prezzi – dominando le tendenze di lungo periodo sia del petrolio che dei prodotti primari non petroliferi – rende estremamente arduo prevederne le oscillazioni a breve termine. Infatti, come si evince dal grafico III.11, vi è una correlazione positiva tra l'incidenza delle materie prime sul totale delle esportazioni e la volatilità del PIL nei vari paesi.

L'attuazione di appropriate politiche potrebbe contribuire a risolvere il problema? Alcuni ritengono che l'adozione di un regime di cambio flessibile possa assorbire gli shock, poiché l'apprezzamento (deprezzamento) della moneta in risposta a un aumento (calo) dei prezzi delle esportazioni attenuerebbe l'impatto sull'economia interna. Di fatto, l'esperienza dei paesi africani esportatori di materie prime con valute legate all'euro (in precedenza, al franco francese) mostra che le variazioni delle ragioni di scambio hanno avuto sul prodotto ricadute più gravi rispetto ai paesi con regimi di cambio flessibile.

Nonostante una possibile moderazione dei prezzi quest'anno ...

... il trend negativo di medio termine potrebbe affievolirsi

Incertezza delle prospettive per i prezzi non petroliferi

La sfida della volatilità dei prezzi

Un sistema di cambi flessibili potrebbe assorbire gli shock ...



prime. Prendendo a modello il Fondo petrolifero della Norvegia, considerato da molti come il più avanzato e sofisticato schema di questo tipo, diversi paesi emergenti hanno creato (o stanno esplorando la possibilità di creare) fondi di stabilizzazione come primo passo per ridurre la prociclicità della politica di bilancio. Il Cile, ad esempio, diversi anni fa ne ha istituito uno per il rame, che è ora integrato negli obiettivi a medio termine per la politica fiscale del governo. Il Fondo di stabilizzazione del petrolio dell'Algeria è più recente, ma ha già contribuito a consolidare il saldo statale nonostante la volatilità dei prezzi del greggio. Nondimeno, con un prezzo corrente ben al di sopra di quello di riferimento previsto nello schema, e date le forti pressioni politiche per soddisfare i bisogni della collettività e aumentare la spesa in costruzioni, l'anno in corso potrebbe essere cruciale per valutare l'idoneità del Fondo a stabilizzare la politica di bilancio.

... potrebbe essere ridotta con l'adozione di norme mirate

## IV. La politica monetaria nelle economie industriali avanzate

### Aspetti salienti

Durante il periodo sotto rassegna, in un contesto di moderate spinte inflazionistiche le maggiori economie hanno tenuto i tassi ufficiali su livelli molto bassi nell'intento di sostenere la ripresa. Nella prima parte del periodo, la Federal Reserve ha efficacemente affrontato il rischio di una disinflazione indesiderata. Essa ha mantenuto i tassi a breve ai minimi degli ultimi 46 anni e ha segnalato al tempo stesso ai mercati la sua intenzione di lasciarli inalterati per un periodo di tempo considerevole. Allorché la ripresa statunitense ha dato segni di maggior vigore, l'attenzione dei mercati si è rivolta in misura crescente alla strategia della Fed intesa ad aggiustare l'orientamento monetario in senso più neutrale. Anche nell'area dell'euro la politica monetaria è stata accomodante, sebbene la BCE abbia dovuto contemperare la necessità di sostenere un recupero ancora fragile con i timori per un'inflazione che si situava in prossimità del limite superiore della fascia di stabilità dei prezzi della banca centrale. Il considerevole apprezzamento dell'euro e le discrepanze nei risultati economici regionali hanno reso ancor più complessa la conduzione della politica monetaria. La Bank of Japan ha proseguito la propria politica di tasso di interesse zero e di allentamento quantitativo. Essendosi attenuate le pressioni deflazionistiche in Giappone, sarà necessario compiere ulteriori passi verso il ripristino di una più normale impostazione della politica monetaria, un processo che potrebbe comportare sfide inusuali.

Per contro, fra le economie industriali minori i fattori di preoccupazione per le autorità sono stati più differenziati. Alcune banche centrali hanno abbassato i tassi ufficiali per sostenere la crescita, mentre altre li hanno innalzati in risposta a pressioni della domanda interna e, in alcuni casi, ai rischi derivanti dall'emergere di squilibri finanziari.

La seconda parte del capitolo tratta due aspetti che hanno assunto crescente rilevanza nel periodo in esame. Una questione fondamentale per le principali banche centrali è rappresentata dal rischio che l'attuale indirizzo fortemente accomodante, pur avendo un chiaro impatto positivo sulla ripresa mondiale, possa divenire fonte di vulnerabilità nel più lungo periodo. La seconda importante problematica riguarda la comunicazione delle banche centrali con il pubblico. La sezione finale passa in rassegna i progressi compiuti nel migliorare le strategie di comunicazione ed evidenzia le sfide per il futuro.

## Rassegna degli sviluppi

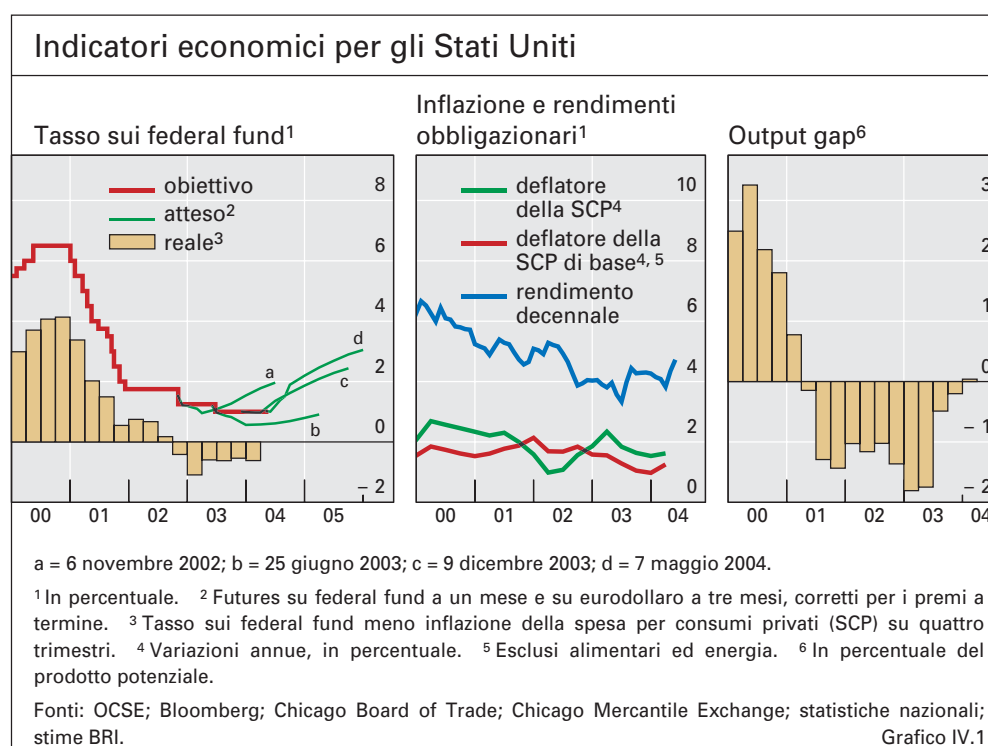
### Stati Uniti

Lo scorso anno la Federal Reserve ha mantenuto un orientamento monetario decisamente accomodante, lasciando il tasso sui federal fund fermo all'1%. Il quadro economico era caratterizzato da un grado di sottoimpiego elevato, ma rapidamente calante, e da bassa inflazione. Data l'intenzione chiaramente espressa dalla Fed di mantenere basso il livello dei tassi per un periodo di tempo considerevole, il rendimento reale (*ex post*) dei federal fund ha continuato ad essere negativo (grafico IV.1). Con un tasso ufficiale reale ben al di sotto del livello neutrale di lungo periodo – uno scarto ulteriormente accresciuto dalle recenti tendenze della produttività – la Federal Reserve lasciava intendere che a un dato momento la politica monetaria avrebbe dovuto muovere verso un corso più neutrale. Una questione che si è posta alla Fed durante tutto il periodo in esame è stata quella di valutare se questo basso tasso ufficiale rimanesse appropriato alla luce delle condizioni economiche, o se non fosse invece opportuno dare inizio a una fase di inasprimento.

Un fattore fondamentale che ha influito sulle decisioni ufficiali nella prima parte del periodo è stato il rischio di un calo indesiderato dell'inflazione verso livelli deflazionistici. La percezione di tale rischio originava principalmente dalla concomitanza di una bassa inflazione effettiva e dei perduranti effetti postumi del brusco aggiustamento degli squilibri finanziari e reali creatisi nel precedente decennio. Tuttavia, essa era motivata altresì dai favorevoli sviluppi dal lato dell'offerta, in quanto gli ampi guadagni di produttività stavano notevolmente rallentando il riassorbimento del margine di capacità

Indirizzo decisamente accomodante della politica monetaria USA

Rischi di deflazione all'inizio del periodo



inutilizzata. La Federal Reserve ha espresso l'intenzione di impiegare la leva monetaria per contrastare aggressivamente questo pericolo di deflazione. Al tempo stesso, essa ha assicurato l'opinione pubblica – attraverso verbali delle riunioni del Federal Open Market Committee (FOMC), dichiarazioni di funzionari della Fed e documenti di studio – di disporre di abbondanti strumenti per fronteggiare questa minaccia, quand'anche fosse stata raggiunta la soglia zero dei tassi di interesse nominali.

Questo approccio incentrato su un basso tasso ufficiale a breve e su una strategia complementare di comunicazione si è dimostrato inoltre efficace nell'ancorare le aspettative di inflazione al disopra della zona deflazionistica e nel mantenere sotto controllo i tassi a lunga, promuovendo in tal modo un quadro economico favorevole a un'espansione della domanda aggregata. Il FOMC ha nondimeno ammesso i rischi di una crescita squilibrata in settori sensibili ai tassi di interesse e di sviluppi indesiderati nei prezzi delle attività qualora il contesto di bassi rendimenti si fosse protratto troppo a lungo. Nel periodo in esame, questi rischi sono stati giudicati accettabili.

La strategia di comunicazione della Federal Reserve, pur avendo avuto complessivamente successo nell'evitare le insidie di una potenziale deflazione, non è stata esente da problemi. Ad esempio, agli inizi del 2003 gli operatori hanno intravisto in talune dichiarazioni di funzionari della Fed persino la possibilità di ulteriori tagli del tasso ufficiale, e ciò ha determinato una flessione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine nella tarda primavera. In tali circostanze, la riduzione di 25 punti base del tasso ufficiale nel giugno 2003 ha deluso i mercati, contribuendo a una brusca correzione al rialzo lungo l'intera struttura dei rendimenti. Questo episodio ha accresciuto la consapevolezza – sia all'interno sia all'esterno della Federal Reserve – che la banca centrale avrebbe dovuto trovare il modo di trasmettere ancor più chiaramente i propri intendimenti di politica monetaria.

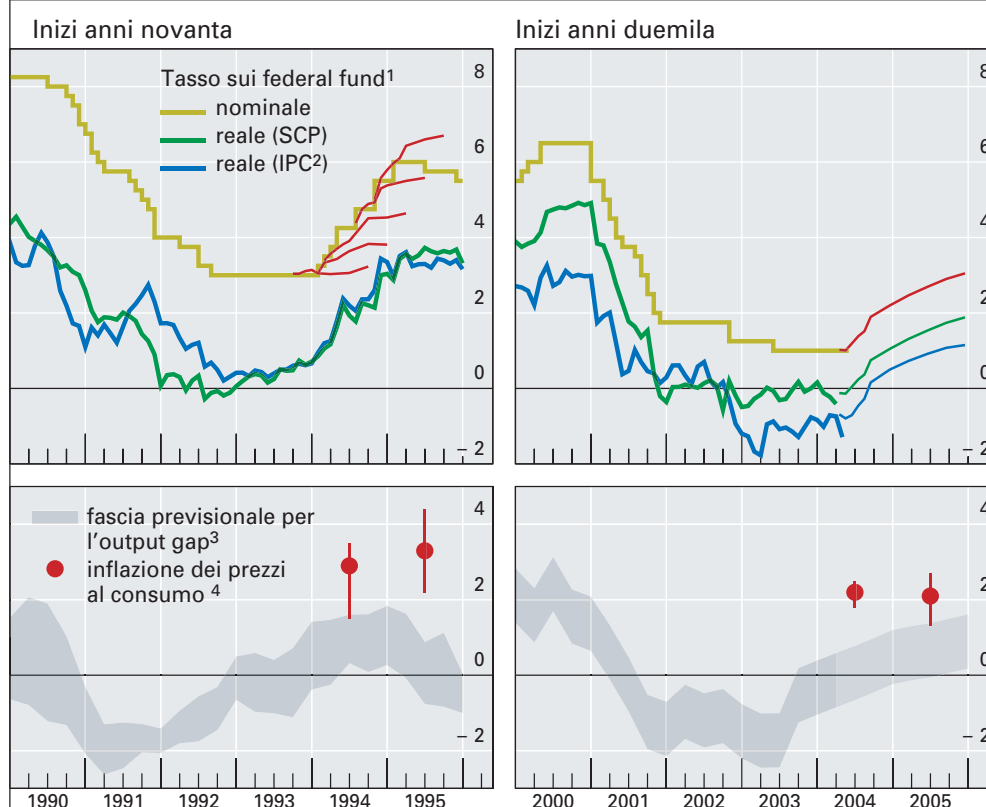
Naturalmente, con l'accelerarsi della ripresa la minaccia deflazionistica è svanita. In tale contesto hanno assunto preminenza i rischi di un rialzo dell'inflazione a breve termine derivanti dal deprezzamento del dollaro, dai forti rincari delle materie prime e dall'esuberanza del mercato delle abitazioni. Tali sviluppi hanno indotto i mercati a concentrare l'attenzione sui tempi e sui modi di una manovra al rialzo dei tassi ufficiali. La formulazione letterale dei comunicati stampa della Federal Reserve è stata oggetto di attento esame da parte del pubblico nel tentativo, forse indebito, di individuare chiavi di lettura da cui desumere per quanto tempo ancora i tassi ufficiali sarebbero rimasti fermi. Grande attenzione è stata dedicata alla frase che delineava un orientamento invariato "per un periodo di tempo considerevole". Nel gennaio 2004, quando la Federal Reserve si è invece espressa nel senso di "poter aspettare prima di abbandonare l'indirizzo accomodante", i rendimenti dei titoli del Tesoro sono dapprima saliti, e sono scesi i corsi azionari. In seguito, i mercati hanno ridimensionato la portata del cambio di formulazione, interpretandolo come una modifica di linguaggio piuttosto che come un diverso orientamento di base. A maggio il FOMC giudicava che l'indirizzo accomodante avrebbe potuto essere abbandonato a un ritmo "graduale", alimentando previsioni di un certo aumento dei tassi nel breve periodo.

Le dichiarazioni ufficiali rafforzano le aspettative di bassi tassi di interesse

Con il rinvigorirsi della ripresa l'attenzione si sposta sul ripristino di un corso neutrale

## “Strategie di uscita” negli Stati Uniti

in percentuale



<sup>1</sup> Le linee sottili rappresentano i tassi attesi (si veda la nota 2 del grafico IV.1 per maggiori dettagli). Dal 2004, in base ai tassi futures del 7 maggio 2004 e, per quelli reali, tassi corretti per il deflatore della SCP dell'OCSE e con le previsioni per l'IPC rispettivamente. <sup>2</sup> Serie statistiche dell'IPC (BLS). <sup>3</sup> Fascia di stime in tempo reale elaborate mediante filtro di Hodrick-Prescott e dati storici sul PIL per gli anni novanta. <sup>4</sup> Previsioni medie effettuate rispettivamente nel gennaio 1994 e nel maggio 2004. Le linee verticali rappresentano la fascia di previsione.

Fonti: Bureau of Labor Statistics (BLS); OCSE; Bloomberg; Chicago Board of Trade; Chicago Mercantile Exchange; © Consensus Economics; statistiche nazionali; stime BRI. Grafico IV.2

Un problema importante per la Federal Reserve era come mantenere un giusto equilibrio nelle aspettative del settore privato circa le future modifiche dei tassi ufficiali. Considerando gli elevati livelli di debito delle famiglie e delle imprese, gli ampi disavanzi correnti accumulati e il rapido insorgere di squilibri di bilancio, una repentina ascesa dei tassi a lungo termine avrebbe comportato il rischio di una maggiore volatilità e di iperreazioni dei mercati finanziari che avrebbero potuto complicare la transizione, mettendo a repentaglio in vario modo la ripresa. Da un lato, occorreva evitare che il settore privato puntasse anzitempo su un rialzo dei tassi a lunga. Dall'altro, si doveva impedire che i mercati non tenessero il passo, consentendo l'accumulo di pressioni inflazionistiche, in quanto ciò avrebbe potuto richiedere in seguito un inasprimento brusco e forse destabilizzante. Queste circostanze hanno messo in risalto l'importanza per la Federal Reserve di preparare adeguatamente i mercati a future manovre dei tassi ufficiali al fine di scongiurare rialzi prematuri ovvero tardivi dei tassi a lungo termine.



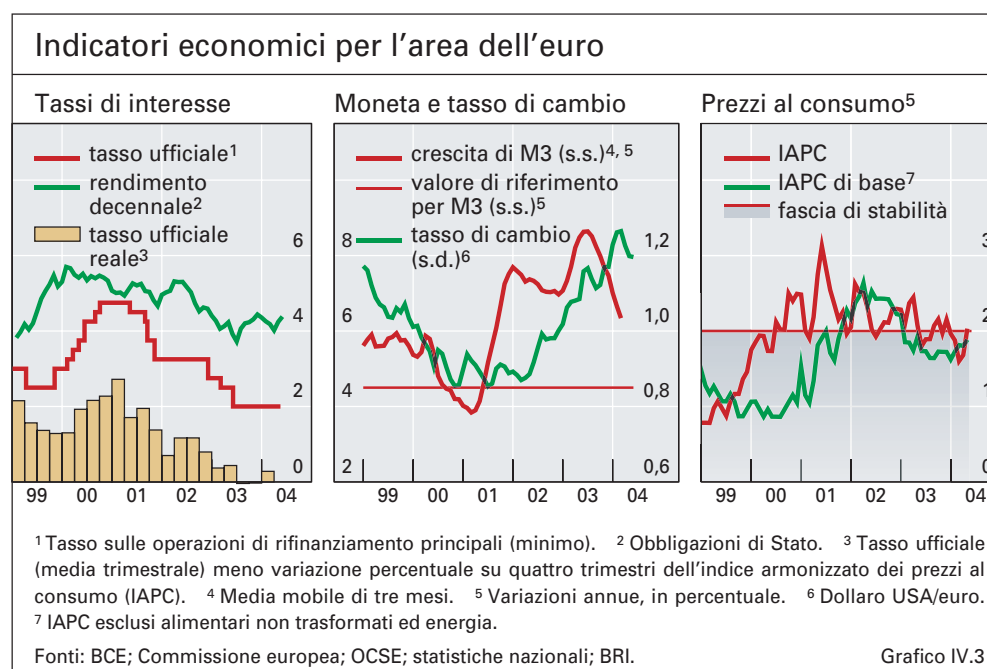
Parallelismi con il punto di svolta del ciclo di politica monetaria negli anni novanta

Per inquadrare questi rischi in una prospettiva storica, è utile porre a confronto la situazione recente con quella determinatasi alla fine del 1993 (grafico IV.2). Allora come oggi, la Federal Reserve perseguiva da un periodo di tempo considerevole una strategia di bassi tassi di interesse, che aveva portato il tasso ufficiale reale in prossimità dello zero. Una ragione alla base di quella strategia era la presenza di fattori finanziari che ostacolavano una rapida e solida ripresa. Tuttavia, alla fine del 1993 la ripresa era avviata, il sottoimpiego di capacità pareva esaurirsi e le previsioni di inflazione evidenziavano una tendenza ascendente. A partire dagli inizi del 1994 la Federal Reserve innalzò i tassi sette volte nell'arco di 12 mesi, nella misura di 25-75 punti base per volta, con un aumento cumulativo di 3 punti percentuali. Se in un primo momento le aspettative di mercato di futuri rialzi dei tassi erano risultate in ritardo sulla manovra effettiva della Federal Reserve, verso la fine del ciclo di politica monetaria esse sopravanzavano il livello di obiettivo finale. Il FOMC fu costretto ad arginare tali aspettative con un aggiustamento degli annunci sul "bias" e successive riduzioni dei tassi. Esistono ovviamente differenze tra questo episodio del passato e la situazione attuale. Anzitutto, nel presente ciclo i tassi di interesse reali sono più bassi, ed è quindi maggiore la necessità di aggiustamento rispetto all'esperienza precedente. Inoltre, le aspettative di inflazione sembrano essere più solidamente ancorate, e la Federal Reserve è divenuta molto più trasparente nel comunicare le decisioni prese e gli indirizzi di politica monetaria.

### Area dell'euro

La politica monetaria è rimasta espansiva ...

Nel periodo sotto rassegna l'orientamento della politica monetaria ha continuato ad essere espansivo anche nell'area dell'euro, come indicano i bassi tassi di interesse reali e la forte crescita della moneta in senso ampio (grafico IV.3). Analogamente agli Stati Uniti, nei paesi dell'area i tassi nominali a breve si



situavano ai minimi del dopoguerra, contribuendo a deprimere i rendimenti dei titoli pubblici a lunga scadenza e i tassi swap a termine.

Dopo il taglio di 50 punti base apportato nel giugno 2003, il tasso ufficiale della BCE è rimasto invariato al 2% per il resto del periodo. Il principale fattore alla base dell'indirizzo accomodante era la fragilità della ripresa, giacché nelle maggiori economie dell'area la crescita si manteneva ben al di sotto della media. Una delle ragioni per cui la BCE si è astenuta da ulteriori tagli era la persistenza dell'inflazione in prossimità del limite superiore del 2% della fascia di stabilità dei prezzi. Gli incrementi di imposta e la crescita relativamente sostenuta dei costi unitari del lavoro, di riflesso a una certa inerzia nella dinamica delle retribuzioni e a modesti guadagni di produttività, sono stati i due fattori principali che hanno impedito all'inflazione di calare nella misura che ci si poteva attendere dato l'eccesso di offerta sul mercato del lavoro. Per giunta, non risultava che il forte apprezzamento dell'euro stesse esercitando significative pressioni al ribasso sull'inflazione.

La situazione dilemmatica in cui i responsabili delle politiche nell'area dell'euro si sono venuti a trovare durante il periodo in esame va vista alla luce dell'apprezzamento dell'euro, specie nei confronti del dollaro. Da un lato, con una ripresa in fase di stallo e una disoccupazione ingente la BCE veniva sollecitata a ridurre i tassi di interesse di fronte alla prospettiva di una perdita di competitività dovuta al rafforzamento della moneta, tanto più in quanto da molti la politica statunitense veniva giudicata più attiva nel sostenere la crescita. I tassi ufficiali nell'area dell'euro si situavano a livelli doppi rispetto a quelli statunitensi, e in ciò veniva individuata una causa della forza dell'euro nei confronti del dollaro. Dall'altro lato, la BCE doveva fronteggiare una situazione in cui entrambi i principali indicatori della strategia a due pilastri dell'Euro-sistema facevano apparire inopportuno un abbassamento del tasso ufficiale. Come già menzionato, l'inflazione – sia generale che di base – si manteneva in prossimità del limite superiore della fascia di stabilità dei prezzi, e la crescita di M3 continuava a muoversi ben al di sopra del valore di riferimento del 4,5%. Quanto all'euro, in linea generale la BCE considerava il suo rafforzamento come parte di un processo di correzione volto a ricondurre il valore della moneta entro i livelli storici normali; l'apprezzamento dell'euro non veniva quindi giudicato un rischio tale da richiedere un'ulteriore distensione monetaria.

La BCE ha dovuto inoltre affrontare il perdurante problema delle ampie disparità regionali. Un aspetto critico riguardava i differenziali inflazionistici tra le economie dell'area, specie perché la Germania era ormai prossima alla deflazione. Un altro era la sostenibilità dell'aumento del debito delle famiglie e l'accelerazione dei prezzi degli immobili residenziali limitata ad alcuni paesi dell'area (grafico IV.4). In risposta a tali problemi, la BCE ha ribadito la propria posizione secondo cui la manovra del tasso ufficiale per l'area nel suo insieme non avrebbe rappresentato un mezzo efficace per appianare gli squilibri regionali: il rialzo dei tassi di interesse nel tentativo di frenare l'inflazione o aumenti eccessivi dei prezzi delle abitazioni in una regione avrebbe rischiato di soffocare la ripresa in altre.

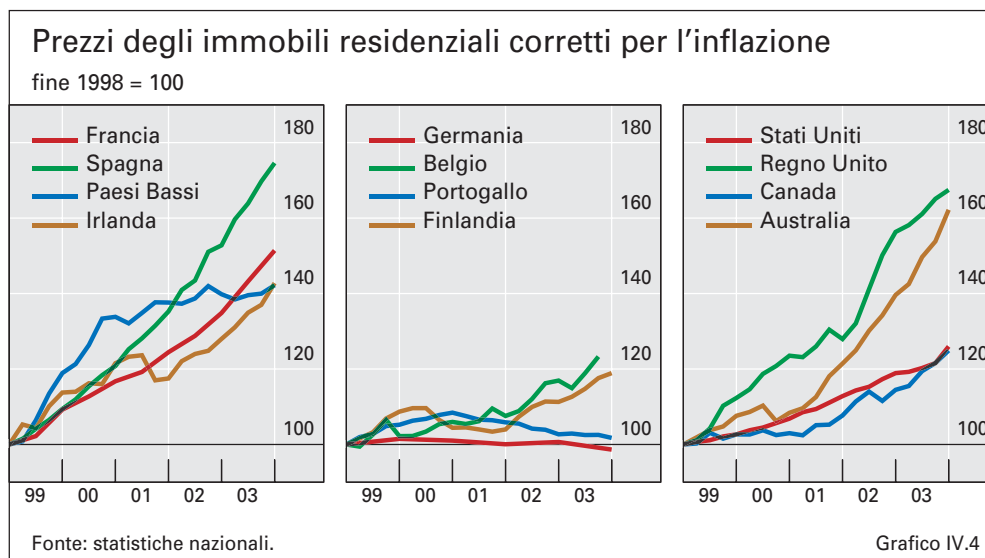
Ciò non significa che la politica monetaria della BCE non tenga conto dell'eventualità che si sviluppino squilibri finanziari. Come analizzato nel

... a causa dell'indebolimento della ripresa ...

... e di un'inflazione attestata in prossimità del limite superiore della fascia obiettivo

Il dilemma di politica monetaria accentuato dall'apprezzamento dell'euro

Permangono divari regionali



Gli indicatori quantitativi sono ancora motivo di preoccupazione

Capitolo IV della 73<sup>a</sup> *Relazione annuale*, una possibile spiegazione del differente grado di attivismo mostrato dalla politica della BCE rispetto a quella della Federal Reserve risiede nella strategia a due pilastri della Banca centrale europea. L'eccessiva espansione degli aggregati monetari e creditizi è stata interpretata come un segnale di potenziali pressioni inflazionistiche o di un sottostante accumulo di squilibri finanziari e di altra natura, anche quando le misure dell'inflazione generale rimanevano relativamente contenute. Il fatto che dalla fine del 2001 la crescita di M3 abbia superato ampiamente il valore di riferimento è sintomatico di un tale rischio, e questa circostanza può aver impedito alla politica monetaria di essere ancor più attiva.

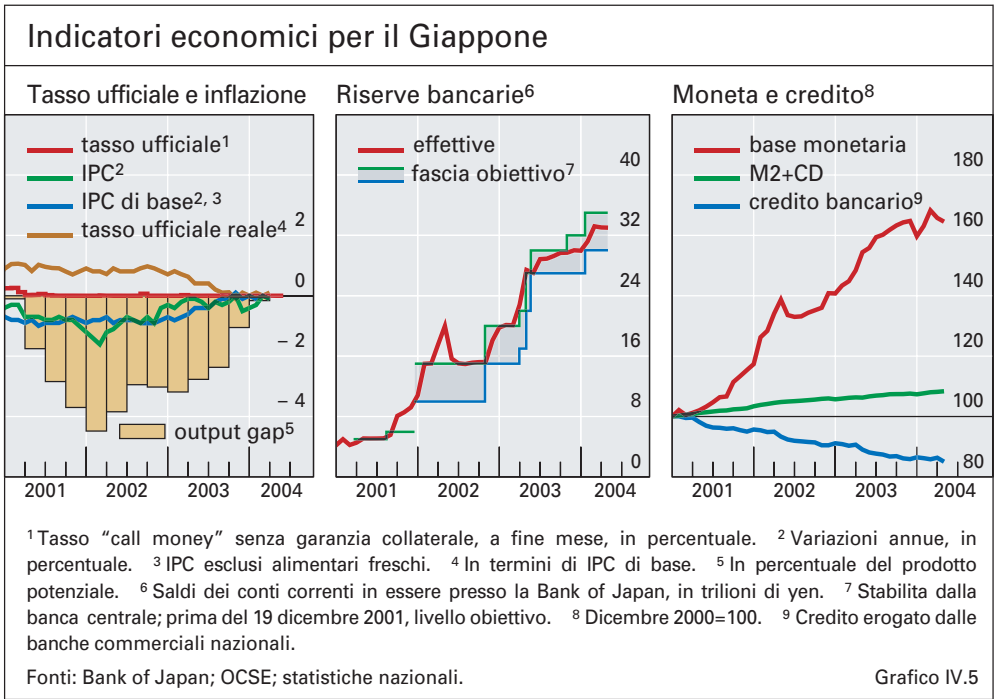
### Giappone

La Bank of Japan continua ad applicare tattiche non convenzionali ...

La Bank of Japan ha continuato a far uso di tattiche monetarie non convenzionali nel perseguimento dei propri obiettivi di uscire dalla deflazione e favorire la ripresa economica. In presenza di un tasso overnight praticamente ancorato a zero, i rendimenti di mercato sia a breve che a lungo termine sono rimasti su livelli prossimi ai minimi storici. Poiché i tassi nominali a breve avevano toccato la soglia zero, la BoJ non era più in grado di ridurre direttamente i rendimenti reali *ex post*, che venivano quindi determinati dal tasso effettivo di deflazione. Tuttavia, grazie a una certa attenuazione delle pressioni deflazionistiche, nel periodo sotto rassegna i tassi di interesse reali sono leggermente calati verso il livello zero (grafico IV.5).

... e adotta un orientamento molto accomodante

La Bank of Japan ha integrato la politica di tasso di interesse con una strategia di allentamento quantitativo, aggiustando due volte verso l'alto la fascia obiettivo fissata per i saldi di conto corrente presso la banca centrale: nell'ottobre 2003 ha aumentato a ¥32 trilioni il limite superiore per fornire un più ampio margine di manovra; nel gennaio 2004 la fascia obiettivo è stata allargata e ulteriormente innalzata da circa ¥27-32 a 30-35 trilioni. In ottobre la BoJ ha anche colto l'opportunità per illustrare la propria "strategia di uscita" dall'allentamento quantitativo, dichiarando che questo sarebbe proseguito fino a quando l'IPC di base non fosse aumentato stabilmente (in



ragione annua) per alcuni mesi e fosse inoltre pronosticato un suo ulteriore incremento. Questa chiarificazione mirava a neutralizzare le congetture di una prematura cessazione dell'allentamento quantitativo, che si riteneva avessero contribuito alla volatilità dei tassi di interesse a lungo termine.

Come già osservato negli anni precedenti, la forte espansione della base monetaria non si è tradotta in un'apprezzabile accelerazione degli aggregati più ampi. M2 è aumentata solo di poco, mentre è calato nuovamente il volume del credito. La perdurante alterazione del meccanismo di trasmissione monetaria è tuttora una conseguenza dei danni subiti in passato dal sistema finanziario. La banca centrale giapponese ha in effetti compiuto ulteriori sforzi per potenziare tale meccanismo, acquistando azioni detenute da banche commerciali e promuovendo lo sviluppo di mercati alternativi per l'intermediazione finanziaria. A tale scopo, essa ha incrementato le proprie posizioni in "pecuniary trust" (ossia azioni acquistate presso istituzioni finanziarie) e titoli garantiti da attività: a maggio tali disponibilità ammontavano rispettivamente a ¥2 trilioni e 150 miliardi.

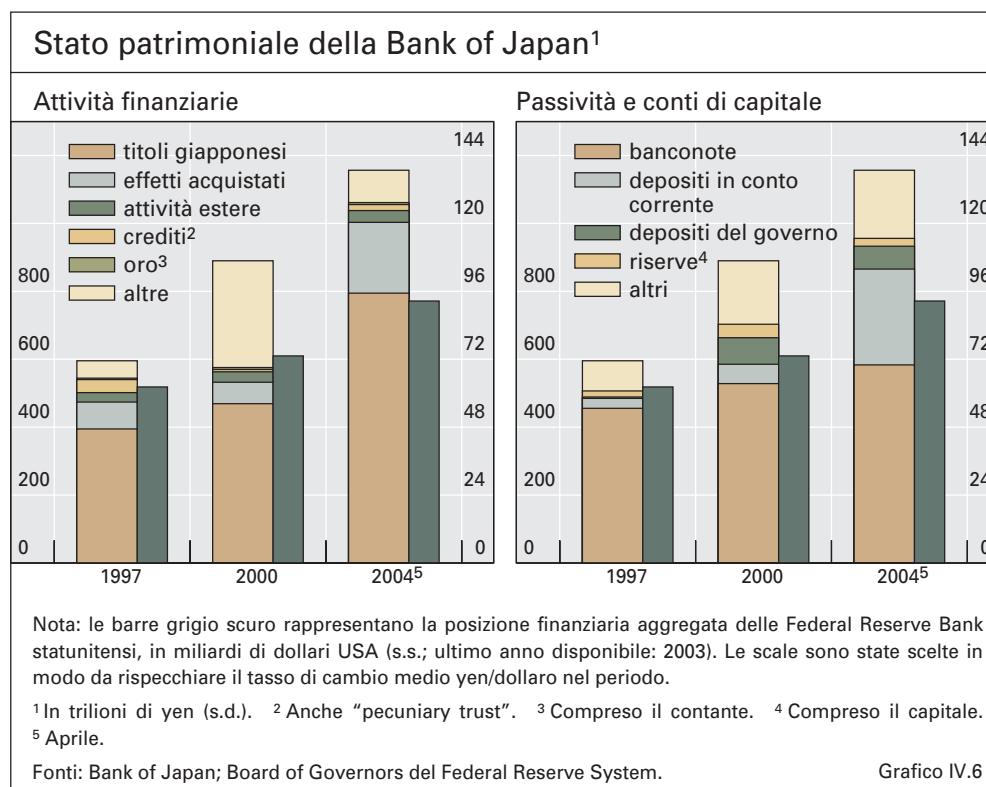
La comparsa dei primi segni di attenuazione delle pressioni deflazionistiche ha alimentato la speranza di un ritorno a condizioni monetarie più normali. Un aumento effettivo del livello dei prezzi, qualora dovesse concretizzarsi, contribuirebbe a rafforzare tali attese. Tuttavia, una piena normalizzazione presupporrebbe ulteriori progressi nel risanamento del sistema finanziario giapponese. Per il momento, vari fattori strutturali rappresentano ancora ostacoli significativi a un suo corretto funzionamento (Capitolo VII).

Un fattore che complica il ripristino di un più normale assetto di politica monetaria è rappresentato dal bilancio sovradilatato della banca centrale. Le sue dimensioni sono quasi raddoppiate, passando da ¥72 trilioni circa nel 1997 (equivalenti al 18% del PIL) a un valore prossimo a ¥140 trilioni

Il meccanismo di trasmissione continua ad essere alterato ...

... ma sono emersi alcuni segnali positivi

Persistono timori per le dimensioni del bilancio della banca centrale



nell'aprile 2004 (25% del PIL), in gran parte a seguito della politica di allentamento quantitativo, che prevedeva fra l'altro massicci acquisti di attività nazionali (grafico IV.6). Nel quadro di un ritorno a condizioni monetarie più normali, e in funzione delle circostanze, la banca centrale potrebbe trovarsi nella necessità di cedere titoli a reddito fisso a lungo termine. Ciò potrebbe incidere negativamente sulla sua posizione patrimoniale e fors'anche richiedere una ricapitalizzazione.

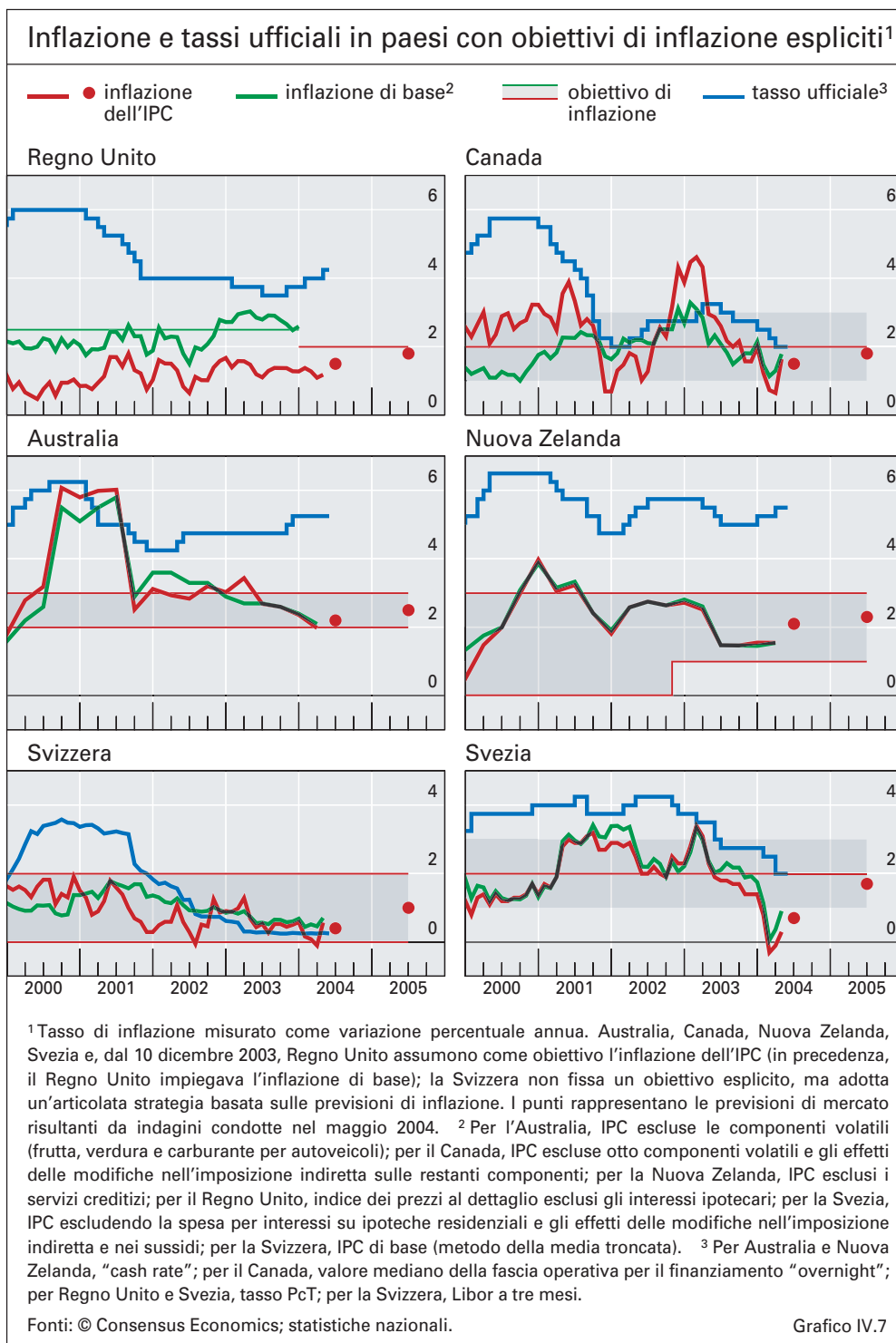
#### *Paesi con obiettivi di inflazione*

Nel periodo in esame le banche centrali dei paesi con espliciti obiettivi quantitativi di inflazione hanno seguito orientamenti divergenti: alcune hanno inasprito le condizioni monetarie, altre le hanno allentate. Tale asincronia del ciclo di politica monetaria tra questi paesi e le economie industriali maggiori si discosta dall'esperienza storica recente. Se all'inizio della decelerazione economica mondiale nel 2001 la maggior parte delle banche centrali aveva ridotto i tassi ufficiali, lo scorso anno la Bank of Canada e la Sveriges Riksbank hanno proceduto a un ulteriore allentamento, la Banca Nazionale Svizzera ha mantenuto i tassi su livelli già modesti, la Bank of England e le banche centrali di Australia e Nuova Zelanda hanno tutte innalzato i propri tassi ufficiali (grafico IV.7).

Canada, Svezia e Svizzera erano caratterizzati da un'inflazione a livelli pari o inferiori all'obiettivo, crescita della domanda interna ancora al disotto del potenziale e output gap negativo. In siffatto contesto, le banche centrali di tutti e tre i paesi hanno continuato a favorire condizioni monetarie di stimolo. Il calo dell'inflazione è stato particolarmente pronunciato e inatteso in Svezia,

Politiche differenziate nei paesi con obiettivi di inflazione

Canada, Svezia e Svizzera perseguono politiche monetarie di stimolo ...



dove si è addirittura tradotto in una flessione nel livello dei prezzi agli inizi del 2004. Di conseguenza, a partire dal marzo 2003 la Riksbank ha abbassato i tassi in cinque occasioni, per un totale di 175 punti base, cosicché i tassi reali a breve sono scesi fino a circa il 2% nel marzo 2004. In Canada e Svizzera un fattore chiave che ha condizionato il corso della politica è stato il tasso di cambio. L'apprezzamento del dollaro canadese (grafico IV.8), particolarmente nei confronti del dollaro USA, rappresentava un pericolo per la ripresa, dati gli stretti legami commerciali con gli Stati Uniti, e comportava il rischio



che l'inflazione scendesse al di sotto dell'obiettivo. Poiché si riteneva che il contestuale aumento dei prezzi delle materie prime non avesse dissipato del tutto tale minaccia, nel periodo sotto rassegna la Bank of Canada ha ridotto cinque volte il proprio tasso ufficiale. La Banca Nazionale Svizzera, a sua volta alle prese con un apprezzamento della moneta, ha abbassato il tasso ufficiale nella prima metà del 2003 ed è intervenuta direttamente sui mercati dei cambi. In assenza di segnali di consolidamento della ripresa e con un tasso di inflazione prossimo allo zero, l'orientamento accomodante della politica monetaria è stato mantenuto per il resto del periodo.

... mentre Australia, Nuova Zelanda e Regno Unito innalzano i tassi

Per contro, le banche centrali di Australia e Nuova Zelanda hanno innalzato i tassi ufficiali, nonostante il simultaneo apprezzamento del cambio, nel timore che la rapida crescita della domanda interna (e del prodotto) rafforzasse le spinte inflazionistiche. A fine 2003 l'output gap era tornato su valori positivi in Australia e si manteneva ampiamente positivo, per il terzo anno consecutivo, in Nuova Zelanda. Anche la Bank of England ha inasprito le condizioni monetarie in presenza di una crescita della domanda interna superiore alla media e del pericolo di un potenziale accumulo di squilibri finanziari, in particolare a causa della perdurante accelerazione nella crescita dei prezzi degli immobili residenziali e del debito delle famiglie. In realtà, è tutt'altro che chiaro quale impatto possano avere le connesse variazioni nei bilanci delle famiglie sulla spesa e sull'inflazione generale dei prezzi al consumo sia nel breve che nel lungo periodo. Tuttavia, data la prevalenza di mutui ipotecari a tasso variabile nel Regno Unito, è prevedibile che i potenziali problemi insiti in un accumulo del debito delle famiglie si accentuino nel caso di un rapido aumento dei tassi di interesse o di una caduta dei prezzi delle abitazioni.

I prezzi delle attività e i tassi di cambio rappresentano le principali fonti di rischio

L'esperienza di questi paesi nel periodo in esame – una combinazione di valute in apprezzamento, esuberante domanda interna, crescenti pressioni sulla capacità produttiva e aumento dei prezzi di alcune attività, in particolare degli immobili residenziali – mette in luce la difficoltà delle scelte cui i responsabili di piccole economie aperte hanno dovuto talora far fronte. Se la domanda interna cresce a un ritmo insostenibile e i prezzi immobiliari

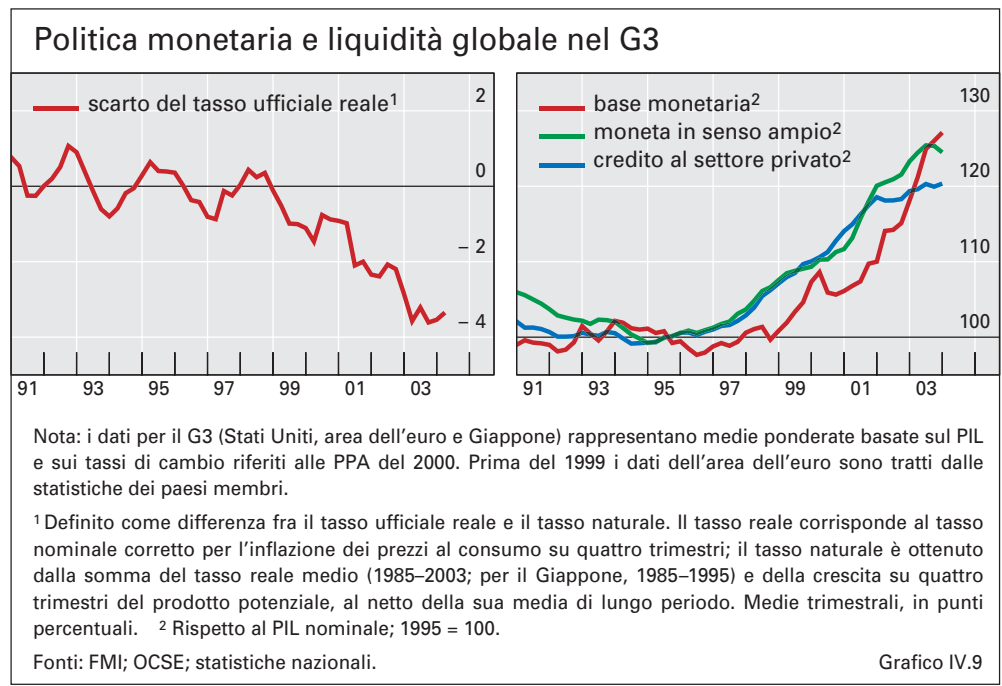
seguono un marcato trend ascendente, le autorità monetarie sarebbero normalmente indotte a innalzare i tassi per contrastare possibili pressioni inflazionistiche. Tuttavia, tale esigenza potrebbe ridursi sensibilmente ove l'apprezzamento del cambio contribuisse a tenere a bada le spinte inflazionistiche. Il problema è che, mantenendo più basso il livello dei tassi di interesse nel breve periodo, la politica monetaria potrebbe accentuare le spinte al rialzo sui prezzi delle attività, alimentando la formazione di squilibri finanziari nel più lungo periodo.

### Liquidità globale: il ruolo della politica monetaria nel G3

L'indirizzo accomodante della politica monetaria nelle maggiori economie industriali – Stati Uniti, area dell'euro e Giappone – può comportare il rischio di un'eccessiva creazione di liquidità nei mercati finanziari mondiali. Si tratta di un aspetto difficile da valutare, se non altro perché è difficile dare un'esatta definizione macroeconomica della liquidità, e tanto più di "eccesso" di liquidità. Un dato di fatto è che i tassi nominali a breve nel G3 sono stati portati a livelli così bassi che il "gap" del tasso ufficiale reale (media ponderata) nel G3 – definito come differenza tra il tasso ufficiale reale e il tasso naturale di interesse coerente con la stabilità dei prezzi nel lungo periodo – è aumentato sensibilmente negli ultimi anni. Ciò trova conferma, in particolare, nel confronto con gli anni novanta (grafico IV.9). Nello stesso tempo, le misure quantitative dell'indirizzo di politica monetaria, quali l'offerta di moneta in senso stretto e ampio e il credito al settore privato, hanno parimenti registrato un forte incremento. Il quesito che si pone è fino a che punto le autorità monetarie debbano preoccuparsi di tali sviluppi.

Le politiche del G3 potrebbero dilatare la liquidità globale

Vi sono due tipi di rischio che possono dar adito a preoccupazione. Anzitutto, anche se l'inflazione è quiescente nel breve periodo, i bassissimi





tassi ufficiali potrebbero comunque acuire il pericolo di una sua accelerazione in futuro. Essi rischiano altresì di alimentare crescenti squilibri finanziari, i quali potrebbero poi risolversi in modo pregiudizievole per l'economia. La rapida espansione degli aggregati monetari e creditizi, i sempre maggiori prezzi delle attività e l'eccezionale compressione subita di recente dai differenziali di rendimento sono interpretabili come potenziali indicatori di tali rischi nelle economie del G3. In secondo luogo, questi sviluppi possono avere conseguenze indesiderate in altre aree, a causa del particolare ruolo internazionale svolto dalle monete del G3. Un'eccessiva creazione di liquidità nell'ambito del Gruppo potrebbe propagarsi alle economie esterne, accrescendo anche in queste ultime i rischi di un aumento dell'inflazione e di una dinamica insostenibile dei prezzi delle attività. Una possibile manifestazione di tale processo è il maggiore flusso di capitali privati verso quei paesi i cui tassi di cambio sono considerati redditizi, in quanto gli investitori cercano di lucrare i differenziali di interesse acquistando valute a più alto rendimento (Capitolo V). Questa categoria di flussi finanziari è stata particolarmente ampia nell'attuale configurazione dei tassi di interesse, poiché i bassi saggi nominali nel G3 hanno in parte indotto gli investitori a ricercare più alti rendimenti attraverso l'acquisto di attività in altri paesi. Durante il periodo sotto rassegna, tale comportamento trova riscontro nell'impennata dei flussi di capitali privati verso le economie emergenti (tabella III.2 a pagina 42).

I bassi tassi di interesse stimolano la ricerca di maggiori rendimenti

In ordine al problema della propagazione delle politiche monetarie del G3 al resto del mondo, riveste un ruolo centrale il regime di cambio. In un sistema di cambi prettamente flessibili la politica monetaria, in linea di principio, è una mera questione interna. Qualsiasi eccesso di stimolo monetario tenderebbe a manifestarsi in aggiustamenti del cambio nominale. Gli assetti internazionali vigenti, tuttavia, contrastano sostanzialmente con il modello standard dei regimi di cambio flessibili. Per certi versi, infatti, tali assetti sono assimilabili a un sistema di cambi fissi. Molte economie emergenti hanno scelto di intervenire sui mercati per mantenere i tassi di cambio rispetto alle valute del G3 entro una fascia relativamente ristretta. Le ragioni di tali interventi possono essere svariate: un interesse immediato a contrastare la volatilità del cambio; il desiderio di preservare la competitività esterna; la volontà di mitigare gli effetti dei movimenti del cambio su altri obiettivi interni, quali un'inflazione bassa e stabile, una crescita equilibrata e la stabilità finanziaria. Inoltre, l'accumulo di ingenti riserve internazionali da parte delle economie esterne al G3 determina un meccanismo di retroazione attraverso il quale le politiche di queste ultime possono influire sul Gruppo stesso. Nella maggior parte dei casi la contropartita di tali interventi è consistita in acquisti di attività in dollari, come titoli del Tesoro USA. Anche questo potrebbe aver contribuito ad abbassare i rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti, sebbene sia difficile avere riscontri empirici al riguardo (Capitolo VI). Naturalmente, a perseguire simili politiche non sono stati solo i paesi esterni al G3; altrettanto ha fatto il Giappone.

Trasmissione attraverso il canale del cambio

Le analogie fra gli attuali assetti valutari internazionali e precedenti regimi di cambio più formali, come il gold standard e il sistema di Bretton Woods, mostrano che da tali esperienze si possono trarre utili insegnamenti

Insegnamenti dall'esperienza del passato

per il presente. Il gold standard, ad esempio, ha funzionato bene fintantoché le principali economie seguivano politiche monetarie e di bilancio credibili, che erano sostanzialmente coerenti con la data costellazione dei cambi. Allorché emergevano squilibri, i flussi di oro riequilibravano il sistema o, alternativamente, le principali banche centrali aumentavano i crediti esteri per temperare i cicli economici. Tuttavia, entrambi i sistemi divennero vulnerabili a riallineamenti e finirono per crollare nel momento in cui i tassi di cambio non erano più in linea con le grandezze macroeconomiche fondamentali. In effetti, i connessi aggiustamenti nei prezzi interni del lavoro e dei beni necessari a preservare l'integrità dei sistemi vigenti furono giudicati troppo costosi.

Quali sono le principali implicazioni per la politica monetaria odierna? Se le banche centrali del G3 seguiranno ad attuare politiche monetarie espansive e altri paesi si mostreranno poco inclini ad accettare correzioni verso l'alto dei cambi nominali, le banche centrali di economie non appartenenti al G3 saranno indotte a perseguire un corso monetario più espansivo di quanto avrebbero fatto altrimenti. Ciò si esplicherebbe probabilmente in due modi diversi. Primo, le banche centrali potrebbero abbassare i tassi ufficiali; secondo, potrebbero effettuare interventi sterilizzati, come alcune di esse hanno già fatto. Pur contribuendo a contenere l'apprezzamento del cambio, tali azioni potrebbero non essere in grado di impedire un rialzo dell'inflazione o movimenti eccessivi dei prezzi delle attività nel medio periodo. Il dilemma che si pone alle autorità è se valga la pena correre simili rischi per beneficiare di una crescita più sostenuta a breve termine.

Implicazioni per la politica monetaria

Inoltre, qualora un rapido aumento della liquidità globale portasse alla formazione di squilibri finanziari in varie parti del mondo, la fragilità di molte posizioni finanziarie potrebbe acuirsi nel caso di un rialzo dei tassi a breve. In realtà, vi sono indicazioni secondo cui la recente erogazione di credito alle economie emergenti non sempre si è ispirata a criteri sufficientemente selettivi. Per fortuna, in confronto a episodi del passato queste economie hanno generalmente compiuto progressi nel rafforzare le infrastrutture finanziarie e le posizioni di liquidità. Purtroppo, l'aggiustamento potrebbe non essere del tutto indolore.

Vulnerabilità finanziarie

Vari aggiustamenti potrebbero attenuare la creazione di un'eccessiva liquidità globale, ove le sue implicazioni fossero giudicate importanti. Se l'onere dell'aggiustamento dovesse gravare sulle economie esterne al G3, queste dovrebbero accettare un apprezzamento delle loro valute o un'imposizione di controlli sui movimenti di capitali. Viceversa, se l'onere principale dovesse ricadere sui paesi del G3, si renderebbero necessarie politiche interne più restrittive. Un approccio più globale potrebbe semplicemente consistere nell'adozione, da parte sia delle economie del G3 sia di quelle esterne al Gruppo, di un credibile sistema internazionale di tassi di cambio determinati in modo più flessibile, come raccomandato di recente in occasione di una riunione dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali del G7. In pratica, tuttavia, ciò richiederebbe probabilmente una qualche forma di accordo anche sulle politiche macroeconomiche. I paesi asiatici, ad esempio, potrebbero essere riluttanti ad accettare un apprezzamento delle proprie

Potrebbero essere necessari aggiustamenti delle politiche monetarie

valute ove ritenessero che il disavanzo di bilancio e i bassi saggi di risparmio negli Stati Uniti fossero la causa prima dei molti preoccupanti squilibri.

## La comunicazione nella politica monetaria

Una chiara comunicazione è essenziale per la politica monetaria

Nel periodo in esame è stata posta in maggior rilievo l'importanza che una chiara comunicazione riveste nella conduzione della politica monetaria. È ampiamente riconosciuto che una buona politica della comunicazione può rafforzare l'indipendenza istituzionale delle banche centrali, nonché accrescere l'efficacia della politica monetaria. Questo riconoscimento aiuta a comprendere perché nell'ultimo decennio vi sia stata la tendenza da parte delle banche centrali a ricercare un modo più chiaro di comunicare. È tuttavia evidente che non esiste un'opzione valida per tutti quando si tratta di concepire buone strategie di comunicazione. Le banche centrali sono soggette a vincoli differenti che condizionano il modo in cui possono formulare i loro messaggi. Tali vincoli continueranno probabilmente a condizionarle allorché decideranno di apportare cambiamenti alle loro strategie comunicative.

### *L'importanza di una buona comunicazione*

Una buona comunicazione ...

Una chiara comunicazione svolge un ruolo chiave nel quadro istituzionale di una banca centrale in quanto rappresenta il mezzo attraverso il quale essa può attestare la propria trasparenza, responsabilizzazione e credibilità. Queste tre connotazioni sono fra loro correlate e, in situazioni ottimali, si rafforzano vicendevolmente.

... rafforza la trasparenza ...

Una maggiore trasparenza in politica monetaria può accrescere la responsabilizzazione e la credibilità di una banca centrale, riducendo l'incertezza in merito alle sue finalità, strategie e decisioni. Una chiara comunicazione è a sua volta essenziale per aumentare la trasparenza. È tuttavia importante notare che maggiore informazione non è necessariamente sinonimo di maggiore trasparenza; una sovrabbondanza di informazioni può talora trasmettere una falsa immagine di precisione o semplicemente disorientare i destinatari. Pertanto, il compito per le autorità monetarie consisterà nel decidere quali informazioni possano connotare meglio il loro punto di vista e quale sia il modo più idoneo di comunicarle al pubblico.

... la responsabilizzazione ...

Trasparenza e responsabilizzazione per il proprio operato vanno di pari passo: per essere responsabile una banca centrale deve spiegare chiaramente i contenuti e le ragioni del suo agire. Questo dovere di rendiconto ha un'importanza che trascende tuttavia il ristretto ambito della stabilizzazione dell'inflazione e del prodotto. Dato l'impatto – sia positivo sia negativo – che la politica monetaria può avere in termini di benessere economico, le banche centrali sono chiamate a rispondere del loro operato dinanzi al governo e all'opinione pubblica. Oltre a incoraggiare la fiducia nell'istituzione, ciò costituisce la naturale contropartita della sua autonomia operativa. La relazione positiva che intercorre tra indipendenza operativa della banca centrale e dinamiche dell'inflazione e del prodotto che promuovono un aumento del benessere economico trova inoltre conferma in studi precedenti.

Analogamente, una maggiore trasparenza può rafforzare la credibilità. In definitiva, le banche centrali acquisiscono credibilità promuovendo condizioni atte a conseguire i migliori risultati economici. Tuttavia, la credibilità può essere conquistata più rapidamente fornendo informazioni che consentano al pubblico di valutare la coerenza fra i programmi e la loro attuazione, nonché il nesso tra politiche e obiettivi della banca centrale.

... e la credibilità

Una comunicazione chiara può altresì accrescere l'efficacia della politica monetaria. Un importante insegnamento tratto dall'esperienza degli ultimi tre decenni è che le aspettative del settore privato hanno un impatto significativo sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Un saldo ancoraggio di tali aspettative, ad esempio, contribuisce a rendere l'economia più resistente all'urto di shock transitori dal lato dell'offerta e della domanda, riducendo la necessità di aggiustamenti in funzione anticiclica che, in un contesto meno trasparente, potrebbero accentuare la volatilità. Ciò significa che le banche centrali possono realizzare al meglio i loro obiettivi fissando livelli congrui dei tassi ufficiali a breve e cercando di agire sulle aspettative del pubblico in modo da rinsaldare l'orientamento della loro politica. Per contro, se l'operato della banca centrale viene frainteso dal settore privato, è poco probabile che la politica monetaria consegua appieno i risultati voluti.

Una chiara comunicazione aumenta l'efficacia della politica monetaria ...

... integrando i provvedimenti monetari ...

Uno dei modi in cui la banca centrale può contribuire a stabilizzare l'economia consiste nel ridurre l'incertezza degli operatori privati riguardo al suo quadro operativo. In passato, tuttavia, non era infrequente il caso in cui le banche centrali ravvisassero un vantaggio strategico nell'astenersi dal rendere note le loro decisioni e intenzioni. La segretezza era diffusamente praticata nella convinzione che gli interventi di politica monetaria sarebbero stati più efficaci se non fossero stati previsti dal pubblico. Con il tempo, questa deduzione ha ceduto il passo al convincimento che le azioni spiegate chiaramente all'opinione pubblica eliminano una fonte addizionale di incertezza nelle decisioni del settore privato. A questo cambiamento hanno contribuito, sul piano strutturale, il rapido sviluppo e la crescente importanza dei mercati finanziari nella trasmissione della politica monetaria, dato che i prezzi e i rendimenti delle attività sono altamente reattivi alle aspettative circa le misure di politica monetaria.

... e riducendo la volatilità macroeconomica

Sebbene sia opinione generale che i fatti contino più delle parole, in materia di comunicazione della politica monetaria si può dire che le parole possono pesare più dei fatti allorché la banca centrale gode della reputazione di mantenere ciò che promette. L'esperienza dello scorso anno offre un buon esempio dei vantaggi che possono derivare da una comunicazione più chiara. Le inquietudini suscitate dagli squilibri finanziari nel Regno Unito e in Australia hanno indotto i mercati a puntare al rialzo dei tassi a più lungo termine in anticipo sulla manovra monetaria perché le banche centrali avevano fatto comprendere i loro propositi. In un certo senso, i chiarimenti forniti sulle loro future intenzioni hanno assunto la valenza di un "inasprimento verbale": le aspettative del settore privato si sono tradotte in comportamenti anticipatori che hanno contribuito a un orientamento monetario più restrittivo di quanto sarebbe altrimenti avvenuto.

### Tendenze verso una maggiore apertura

È aumentato il grado di apertura delle banche centrali ...

In generale le banche centrali hanno ormai raggiunto un notevole grado di apertura su gran parte delle materie attinenti alla politica monetaria. La tabella IV.1 fornisce un breve sommario delle attuali pratiche di comunicazione. A rischio di un'eccessiva semplificazione, tali pratiche possono essere suddivise in due ampie categorie: le une destinate a migliorare l'efficacia della politica monetaria, le altre a rafforzare la responsabilità verso il pubblico della banca centrale. La prima categoria può essere ulteriormente ripartita tra comunicazioni riguardanti, da un lato, le decisioni monetarie e, dall'altro, la valutazione delle condizioni economiche.

Come si può rilevare dalla tabella, esiste notevole uniformità tra le banche centrali su taluni elementi delle strategie per accrescere la trasparenza delle decisioni monetarie, come l'adozione di obiettivi strumentali espliciti a breve termine e l'annuncio pubblico delle decisioni (comunicati stampa). Inoltre, la maggior parte delle banche centrali divulga oggi con regolarità descrizioni dettagliate del proprio punto di vista in merito allo stato attuale

Informazioni fornite dalle banche centrali									
	G3			Regimi con obiettivi di inflazione					
	US	AE	JP	GB	CA	NZ	AU	SE	CH
Responsabilità									
Obiettivi quantitativi di inflazione <sup>1</sup>	No	Sì	No	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì
Relazioni a organi legislativi <sup>2</sup>	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì
Provvedimenti adottati									
Annunci immediati	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì <sup>3</sup>	Sì
Conferenze stampa	No	Sì	Sì	No	No	Sì	No	Sì	Sì <sup>4</sup>
Comunicati stampa	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì	Sì
Verbali pubblicati <sup>5</sup>	Sì	No	Sì	Sì	.	.	No	Sì	No
Dichiarazioni di voto pubblicate	Sì	No	Sì	Sì	.	.	No	Sì	No
Valutazioni economiche									
Relazioni di politica monetaria	S <sup>6</sup>	M	M	T	T	T	T	T	T
Previsioni pubblicate	S	S	S	T	T	T	T	T	S
Stime quantitative dei rischi	No	No	No	Sì	No	No	No	Sì	No

AE = area dell'euro; AU = Australia; CA = Canada; CH = Svizzera; GB = Regno Unito; JP = Giappone; NZ = Nuova Zelanda; SE = Svezia; US = Stati Uniti. M = mensile; T = trimestrale; S = semestrale.

<sup>1</sup> BCE e Svizzera: definizione di stabilità dei prezzi; Regno Unito: obiettivo puntuale di inflazione; Canada e Svezia: obiettivo puntuale di inflazione con intervallo di tolleranza; Nuova Zelanda: fascia obiettivo di inflazione; Australia: fascia obiettivo per l'inflazione media a medio termine. <sup>2</sup> Stati Uniti: relazioni/audizioni al Congresso; BCE: relazioni/audizioni a organi della UE; Giappone e Canada: relazioni/audizioni al Parlamento; Regno Unito: relazioni alla Commissione Tesoro; Nuova Zelanda: relazioni/udienze dinanzi a organi legislativi; Australia: relazioni al Parlamento/audizioni al Comitato della Camera dei Rappresentanti; Svezia: relazioni/udienze dinanzi al Parlamento (Commissione Finanze); Svizzera: nessuna prescrizione statutaria, ma relazioni periodiche alle commissioni parlamentari. <sup>3</sup> Comunicato stampa rilasciato il giorno successivo alla decisione del Consiglio esecutivo. <sup>4</sup> Dopo il riesame di politica monetaria di giugno e di dicembre. <sup>5</sup> Tempi di pubblicazione: Stati Uniti, da cinque a otto settimane; Giappone, un mese; Regno Unito, 13 giorni; Svezia, due settimane. <sup>6</sup> Il *Monetary Policy Report* è diffuso con cadenza semestrale; il *Beige Book* è pubblicato otto volte l'anno.

Fonte: banche centrali.

Tabella IV.1

e prospettico dell'economia. Vi è tuttavia maggiore difformità nel grado di dettaglio e nei tempi delle spiegazioni fornite sulle scelte operative. Ad esempio, non tutte le banche centrali pubblicano i verbali delle loro riunioni e, tra quelle che lo fanno, i tempi di diffusione variano.

*Valutazione dell'esperienza storica*

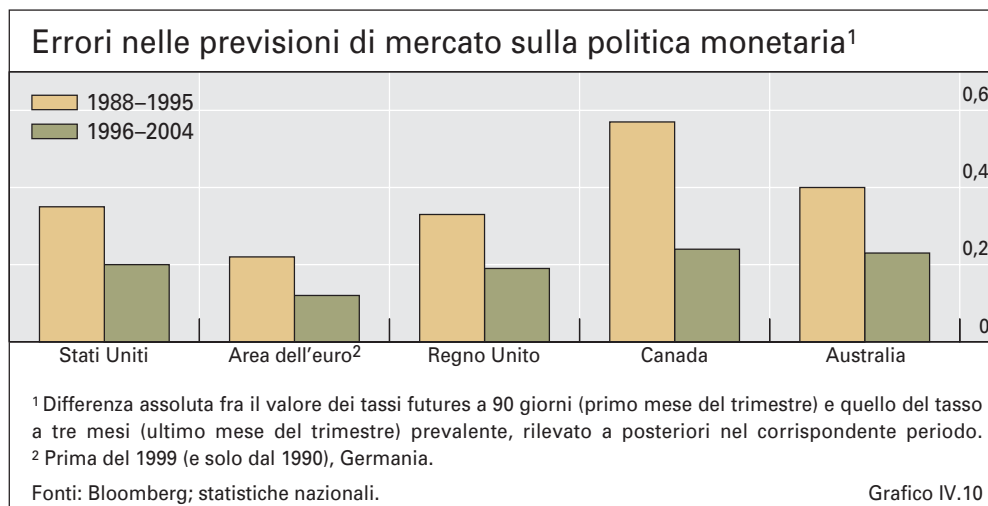
Nella misura in cui i cambiamenti intervenuti nelle politiche di comunicazione durante lo scorso decennio hanno reso più perspicui gli intendimenti della banca centrale, *ceteris paribus* dovrebbe essere ora aumentata la prevedibilità dei tassi ufficiali. Un'analisi dei fatti è sostanzialmente in linea con questo assunto.

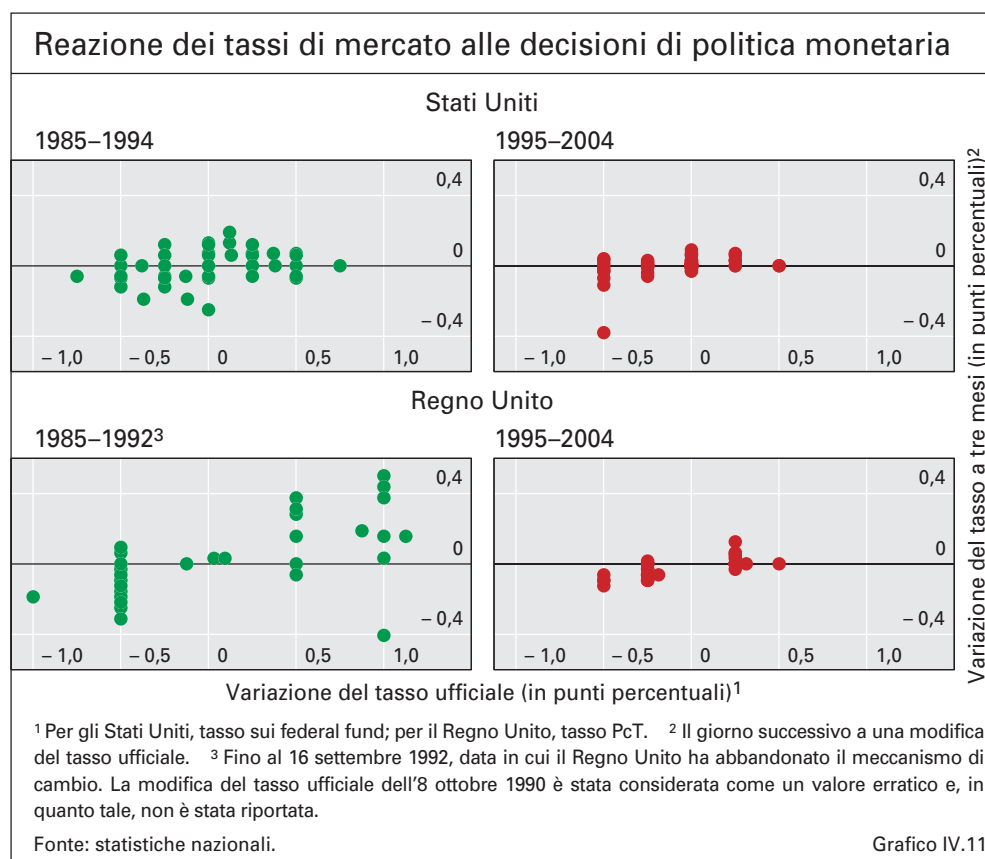
... ed è maggiore la prevedibilità della politica monetaria

In particolare, due elementi di riscontro confermano questa maggiore prevedibilità. Primo, dalla metà degli anni novanta gli errori di previsione dei tassi di interesse a breve sono mediamente diminuiti, come si può desumere dal tasso implicito sui mercati dei futures (grafico IV.10). Secondo, un'indicazione analoga emerge dalla reazione dei tassi di mercato in concomitanza con le decisioni ufficiali. Il grafico IV.11 mostra come la reazione dei tassi a tre mesi agli annunci di politica monetaria sia diminuita dal 1995, a riprova del fatto che le decisioni delle autorità erano state previste più puntualmente dai mercati.

Anche se la migliorata comunicazione ha accresciuto la prevedibilità delle azioni delle banche centrali, è importante riconoscere che le attuali strategie comunicative consentono un flusso di informazioni nei due sensi. Le banche centrali informano sulle misure di politica monetaria e sulle loro future intenzioni; la reazione del settore privato fornisce un riscontro sul modo in cui le informazioni ufficiali vengono recepite. In certa misura, il tratto distintivo di una buona politica della comunicazione è la sintonia che si instaura tra banca centrale e settore privato, una situazione questa atta a favorire un contesto propizio al conseguimento dei migliori risultati economici. Tuttavia, vi possono essere occasioni in cui i mercati finanziari segnalano alle autorità un divergente punto di vista sull'indirizzo della politica monetaria rispetto a quello delle stesse autorità. In situazioni critiche come queste, quando i mercati si discostano dal segnale inviato, può essere necessario che le banche centrali

La comunicazione è bidirezionale





intervengano per ricondurli sul sentiero voluto. Un richiamo pacato da parte di una banca centrale trasparente è ritenuto generalmente preferibile a una mossa drastica da parte di una banca centrale non trasparente. Naturalmente, in tali circostanze le autorità monetarie dovrebbero anche riflettere seriamente, chiedendosi se l'opinione dei mercati sull'orientamento appropriato per il futuro non sia più giusta della loro. In ciò consiste sostanzialmente la comunicazione bidirezionale.

#### *Differenti strategie di comunicazione*

Nonostante la generale propensione delle banche centrali a favore di una maggiore trasparenza in molti ambiti della politica monetaria, non deve sorprendere che nella pratica permangano notevoli differenze. La storia, il pubblico e le circostanze specifiche di ciascuna banca centrale contribuiscono a determinare la strategia di comunicazione più opportuna, non esistendo una formula valida in assoluto.

Anzitutto, per quelle banche centrali che vantano una lunga tradizione in base alla quale il pubblico può ragionevolmente desumere il quadro di politica monetaria e la probabile reazione a eventi economici, una comunicazione esplicita può non essere così importante come lo è per le banche centrali che operino in regimi meno consolidati. La lunga storia della Federal Reserve, e in particolare le azioni intraprese dal FOMC nell'ultimo decennio circa, forniscono abbondanti informazioni sul modo in cui la politica monetaria USA sarà condotta in prospettiva. Viceversa la BCE, in quanto istituzione recente, e le

Non esiste una strategia valida in assoluto ...

... a causa della storia ...

banche centrali dei paesi industriali minori con nuovi regimi basati su un obiettivo esplicito di inflazione avranno bisogno di fornire più ampie informazioni sul loro quadro operativo.

Inoltre, le esigenze di informazione variano a seconda dell'opinione pubblica. In parte ciò deriva dal fatto che il principale pubblico di riferimento è diverso da paese a paese. Per esempio, nei paesi in cui i mercati finanziari svolgono un ruolo relativamente importante nella trasmissione della politica monetaria (come gli Stati Uniti), le autorità dovranno preoccuparsi di assicurare che questi mercati abbiano agevole accesso a informazioni che possono avere notevole influenza sui prezzi delle attività. Per contro, nelle economie in cui l'intermediazione finanziaria è prevalentemente appannaggio delle banche, tali informazioni potrebbero non essere così essenziali. Le banche centrali dovranno concentrare piuttosto la loro attenzione sul pubblico in generale, che necessita di essere rassicurato sul loro impegno alla stabilità dei prezzi nel momento in cui è chiamato a prendere decisioni di più lungo periodo in materia di lavoro, risparmio e investimento.

Infine, la situazione congiunturale specifica di un dato paese può parimenti richiedere modalità di comunicazione diverse da quelle di altre banche centrali. Per esempio, la Bank of Japan ha reagito al contesto deflazionistico fornendo dettagliate informazioni sulle proprie misure non convenzionali di politica monetaria, nonché indicazioni su quando tali misure potranno presumibilmente essere revocate. Sebbene a un minor livello di dettaglio, la Federal Reserve lo scorso anno ha ritenuto necessario porre l'accento sulle strategie cui avrebbe fatto ricorso nell'eventualità di una deflazione indesiderata. In situazioni ancora diverse, la Bank of England – ad esempio – si è premurata di illustrare le proprie opzioni di politica monetaria in presenza di rialzi potenzialmente insostenibili dei prezzi degli immobili residenziali.

#### *Problematiche inerenti alla comunicazione*

Le banche centrali, come la loro storia insegna, si sforzano di migliorare costantemente le proprie strategie di comunicazione. Esse traggono anche utili insegnamenti da istituzioni omologhe, come mostra il passaggio di molte banche centrali a un sistema basato su obiettivi espliciti di inflazione. La ricerca di nuove modalità di comunicazione, così come il perfezionamento di quelle esistenti, è un presupposto essenziale per futuri progressi. Per quanto semplice ciò possa apparire in teoria, nella pratica esistono vari vincoli che condizionano le strategie di comunicazione delle banche centrali.

Anche se, in linea di principio, le banche centrali sono pronte a fornire maggiori informazioni al pubblico, vi possono essere valide ragioni pratiche per astenersi dal farlo. Prescindendo dalla divulgazione ovviamente inopportuna di informazioni riservate, che potrebbe avere un effetto inibente sul futuro flusso di simili informazioni alle autorità stesse, il miglioramento delle modalità di comunicazione non è esente da costi. Una comunicazione chiara richiede tempo, denaro e risorse della banca centrale. Se sottoposta a una rigorosa analisi costi-benefici, la divulgazione di talune informazioni potrebbe semplicemente rivelarsi troppo dispendiosa. Inoltre, le deliberazioni prese in

... del pubblico ...

... e delle  
circostanze  
specifiche

Ulteriori progressi  
sono importanti ...

... ma possono  
essere  
dispendiosi ...



... mentre una  
pubblicità eccessiva  
potrebbe inibire il  
dibattito

sede collegiale traggono grande beneficio da un dibattito ampio e franco, sul quale potrebbe influire negativamente una pubblicità eccessiva, come la radiodiffusione delle riunioni e la distribuzione completa dei verbali non appena disponibili. Del pari, una maggiore trasparenza sulle delibere, sui dettagli delle votazioni e su altre questioni potrebbe indurre i mezzi di comunicazione a drammatizzare le divergenze di opinione tra i policymaker, e ciò potrebbe a sua volta condurre a una politicizzazione del dibattito interno di politica monetaria. Tutti questi vincoli fanno sì che le banche centrali debbano considerare attentamente quale tipo di informazioni divulgare.

Limiti intrinseci ...

... posti dalla  
imprecisione  
del linguaggio ...

Un altro importante aspetto riguarda il modo migliore di trasmettere chiaramente al pubblico il messaggio voluto. Vi sono vari motivi per cui questo compito risulta così arduo. Anzitutto il linguaggio può essere impreciso e prestarsi a varie interpretazioni, specie se le autorità sentono la necessità di essere concise. Si considerino, ad esempio, i recenti cambiamenti introdotti nei comunicati stampa rilasciati dopo le riunioni del FOMC. A partire dalla metà del 1999 il Comitato aveva annunciato, accanto al tasso obiettivo, il "bias" che indicava quale avrebbe potuto essere l'eventuale scostamento dall'obiettivo nell'intervallo tra una riunione e l'altra. Tuttavia, il suo significato non era risultato del tutto chiaro ai mercati finanziari; di conseguenza, nel febbraio 2000 l'annuncio del "bias" era stato sostituito con quello della "bilancia dei rischi". Mediante tale annuncio si intendevano segnalare le proiezioni del FOMC per l'inflazione e il prodotto su un arco di tempo esteso oltre la successiva riunione del Comitato. Volendo trasmettere annunci stringati, quest'ultimo ha dovuto inoltre soppesare accuratamente le parole al fine di connotare nel modo migliore il suo punto di vista. L'esperienza maturata nel periodo sotto rassegna indica che modifiche anche lievi nelle dichiarazioni sulla "bilancia dei rischi" possono causare forti – e talora indesiderate – reazioni dei mercati. Una dichiarazione meno concisa, in cui venissero approfondite le condizioni alle quali verrebbero prese determinate misure di politica monetaria, potrebbe sembrare l'ovvia alternativa, ma ritarderebbe inevitabilmente i tempi della sua divulgazione al pubblico al termine di una riunione del FOMC. Inoltre, essa potrebbe accrescere in modo indebito la reattività dei mercati a incipienti sviluppi economici.

... dalla difficoltà di  
descrivere tutte le  
contingenze ...

Secondariamente, pur sforzandosi di essere chiare e prevedibili in situazioni normali, le banche centrali potrebbero ritenere non fattibile o non auspicabile una descrizione di tutte le possibili contingenze e dell'eventuale reazione di politica monetaria. Ciò origina sia dall'impossibilità di conoscere la natura esatta degli eventi finché non si verificano, sia dal timore che il prefigurare situazioni estreme possa inopportuno influenzare il pubblico e perturbare i mercati finanziari. Inoltre, le difficoltà possono nascere dall'eventualità che il pubblico non voglia o non possa assimilare analisi complesse e grandi quantità di informazioni.

... e dai potenziali  
effetti contrastanti  
per la credibilità

Infine, poiché il punto focale delle strategie di comunicazione è la credibilità, ci si può chiedere paradossalmente se non vi sia il rischio per le banche centrali di apparire troppo credibili. Queste ultime potrebbero diventare vittime di una sorta di "winner's curse": troppa credibilità potrebbe indurre il pubblico ad attribuire alle loro prese di posizione un peso maggiore di quanto

esse non vogliano. Questo problema potrebbe assumere particolare rilevanza nel caso in cui le autorità formulino commenti su esiti scarsamente probabili, di cui il pubblico ingigantisca poi la portata. In tali circostanze, un eccesso di informazioni potrebbe finire col compromettere la credibilità stessa della banca centrale. Del pari, se i mercati si limitano ad accettare la valutazione della banca centrale sul modo in cui la politica monetaria dovrebbe evolvere in futuro, la comunicazione bidirezionale potrebbe essere seriamente pregiudicata.

I benefici di una migliore comunicazione possono essere rilevanti; tuttavia, se la storia può essere di guida, il loro conseguimento richiederà certamente la ricerca di strategie accurate e prudenti, e non soluzioni improvvisate.

## V. Gli andamenti nei mercati dei cambi

### Aspetti salienti

La perdurante ampia flessione del dollaro USA è stata la caratteristica di maggior rilievo dei mercati valutari nel 2003 e nei primi mesi del 2004. La divisa statunitense si è deprezzata in misura notevole nei confronti dell'euro e di una serie di altre monete fluttuanti. Particolarmente pronunciato rispetto alla sterlina britannica e ai dollari australiano, canadese e neozelandese, l'indebolimento del dollaro è stato invece contenuto in rapporto allo yen e alle valute dei paesi asiatici emergenti. Tra il febbraio e la metà di maggio 2004 tale andamento calante si è parzialmente invertito.

Tre fattori principali sembrano avere orientato i movimenti dei cambi nel periodo sotto rassegna. Primo, gli operatori hanno rinvenuto nell'ampliamento del disavanzo corrente USA e nella mutata composizione delle sue fonti di finanziamento le determinanti fondamentali della caduta del dollaro. Secondo, i differenziali di tasso di interesse hanno mantenuto un ruolo primario in un contesto caratterizzato da abbondante liquidità mondiale e da incerte tendenze sui mercati azionari; la corsa ai rendimenti si è spesso tradotta in operazioni di "carry trade". Terzo, l'entità eccezionale degli interventi attuati dal Ministero delle Finanze giapponese e l'ampio accumulo di riserve da parte di varie banche centrali in altri paesi dell'Asia hanno limitato il deprezzamento del dollaro rispetto alle valute asiatiche. Come negli anni precedenti, gli operatori si sono focalizzati sulla politica di cambio delle autorità monetarie cinesi.

Il ruolo dello squilibrio esterno statunitense e quello dell'accumulazione di riserve ufficiali in Asia verranno trattati in maggior dettaglio nella seconda parte del capitolo. Un'analisi empirica dei flussi finanziari associati alle correzioni delle partite correnti dalla metà degli anni settanta rivela che, durante tali episodi, varie categorie di flussi hanno registrato sensibili oscillazioni. Da un esame dell'esperienza degli Stati Uniti attorno al 1987 e alla luce delle mutate condizioni odierne emerge tuttavia l'impossibilità di prevedere con certezza le modalità di aggiustamento dell'attuale squilibrio USA. Ciò è ascrivibile in particolare al ruolo oggi svolto dai flussi di capitali del settore pubblico. Benché parte dell'ingente accumulo di riserve ufficiali in Asia possa senz'altro essere ricondotta a determinanti tradizionali, esistono anche alcuni riscontri di un cambiamento delle motivazioni sottostanti a tale fenomeno negli ultimi due anni.

Durante il periodo sotto rassegna i mercati valutari sono stati caratterizzati da un aumento insolitamente forte dell'attività complessiva, dovuto in larga misura a operatori speculativi. Un'eccezione di rilievo è rappresentata dal segmento yen/dollaro, dove la liquidità sembra diminuita.

## Movimenti di cambio: dinamiche

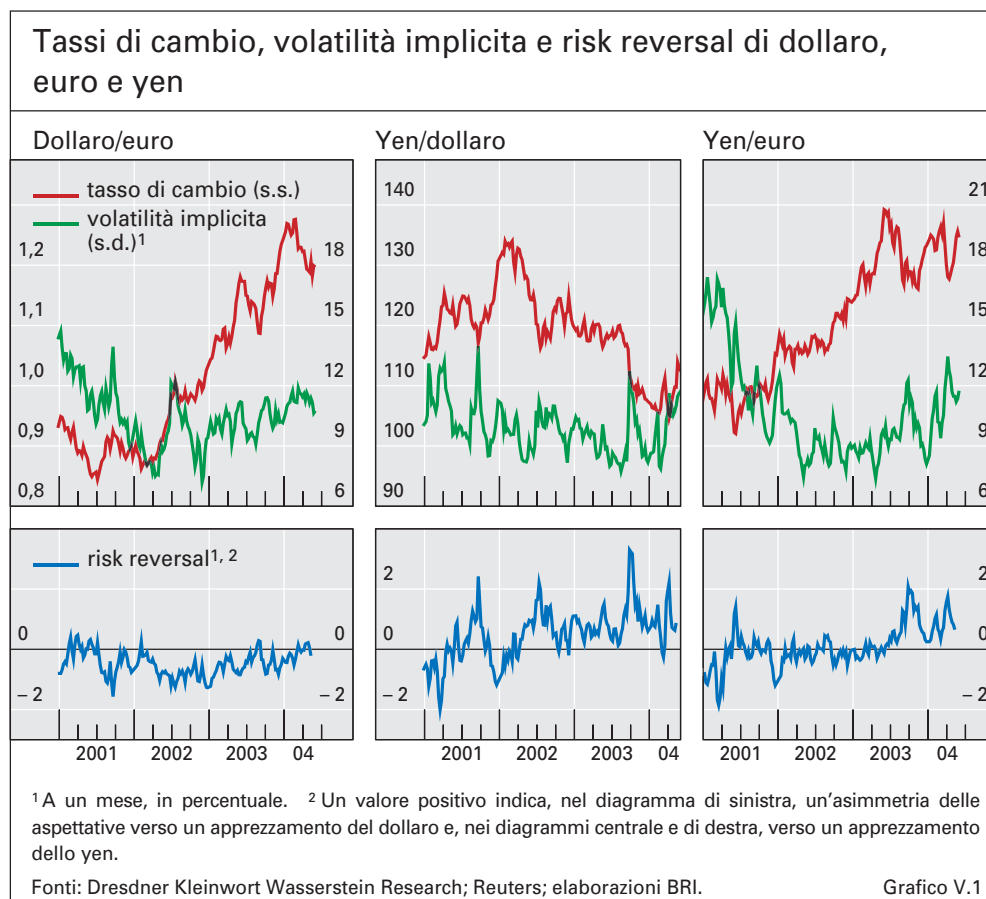
Avviatasi nel gennaio 2002, la fase di ampio deprezzamento del dollaro è terminata agli inizi del 2004, quando la moneta ha iniziato a recuperare parte del terreno perduto (grafico V.1). Fra il massimo del gennaio 2002 e il minimo del febbraio 2004 il calo in termini effettivi nominali è stato pari al 22%. Nello stesso periodo l'euro ha guadagnato il 12% e lo yen circa il 6%. Tra la metà di febbraio e la metà di maggio la valuta USA è risalita del 6%, mentre euro e yen sono scesi rispettivamente del 2 e del 4% in termini effettivi nominali.

Fra gennaio 2002 e febbraio 2004 il dollaro ha perso il 43% sull'euro, che il 17 febbraio ha raggiunto il massimo storico di \$1,29; in tale periodo la moneta USA si è inoltre deprezzata nei confronti di altre valute fluttuanti, in particolare la sterlina britannica (30%) e il dollaro australiano (51%), canadese (20%) e neozelandese (64%) (grafico V.2). Anche varie divise emergenti – specie real, rand e peso cileno – si sono notevolmente rafforzate sul dollaro USA (grafico V.3). L'ascesa di tutte queste monete è divenuta meno uniforme attorno a luglio-agosto 2003, allorché gli operatori hanno reagito a vari mutamenti dei tassi ufficiali correnti e attesi.

Tra la metà di febbraio e la metà di maggio 2004 la tendenza calante del dollaro statunitense si è parzialmente invertita. Il punto di svolta inferiore è coinciso con dichiarazioni ufficiali in cui veniva giudicata eccessiva la volatilità dei recenti movimenti di cambio. Successivamente, il dollaro ha guadagnato

Cospicuo deprezzamento del dollaro ...

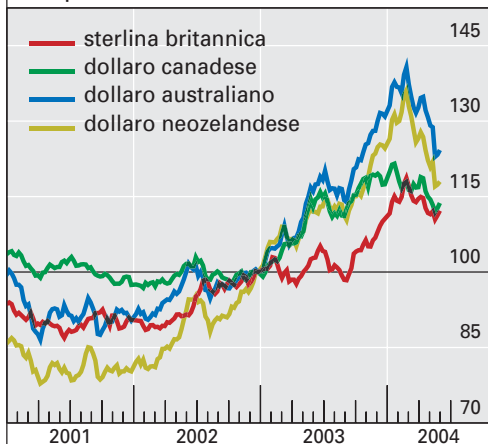
... in parte riassorbito dal febbraio 2004



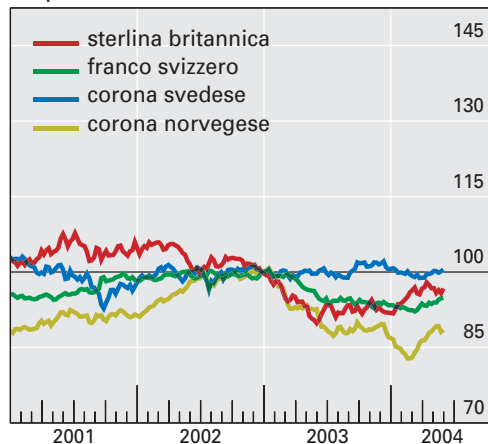
## Tassi di cambio in altri paesi industriali

medie settimanali, fine 2002 = 100

### Rispetto al dollaro USA



### Rispetto all'euro



Nota: un aumento indica un apprezzamento.

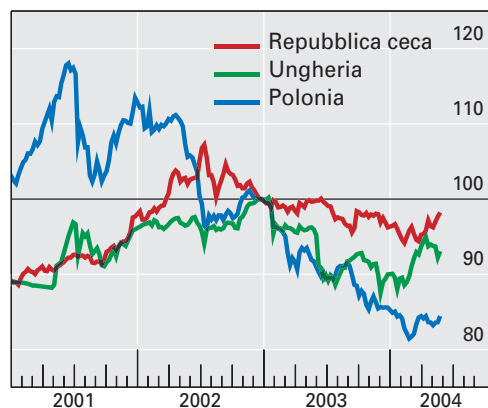
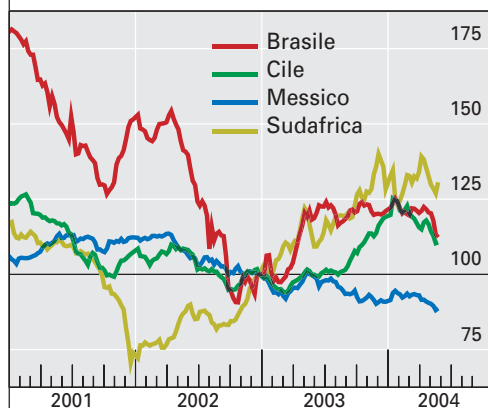
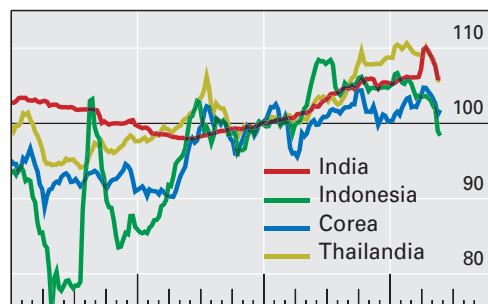
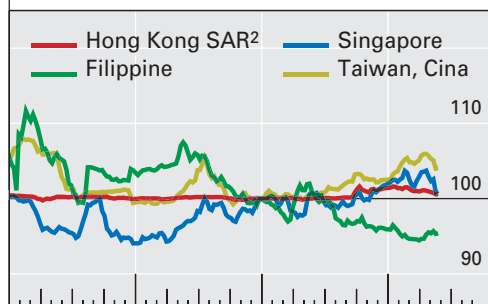
Fonte: statistiche nazionali.

Grafico V.2

circa il 6% sull'euro. Analoghi movimenti al ribasso hanno interessato la sterlina (-8%) e il dollaro canadese (-6%), mentre le monete di Australia e Nuova Zelanda hanno perso rispettivamente il 14 e il 15%.

## Tassi di cambio nei mercati emergenti<sup>1</sup>

medie settimanali, fine 2002 = 100



<sup>1</sup> Rispetto al dollaro USA (rispetto all'euro nel diagramma in basso a destra); un aumento indica un apprezzamento nei confronti del dollaro (dell'euro). Per il diagramma in basso a sinistra, scale comprese.

<sup>2</sup> Tasso a termine a dodici mesi.

Fonti: BCE; Bloomberg; Datastream.

Grafico V.3

Le principali eccezioni al profilo generale di forte apprezzamento sulla divisa statunitense osservato fino al febbraio 2004 sono costituite dallo yen e dalle valute di gran parte dei paesi asiatici emergenti. In Asia varie monete – fra cui spiccano il renminbi e il dollaro di Hong Kong – sono agganciate al dollaro USA, ma anche per alcune delle valute non ancorate l'apprezzamento durante tale periodo è stato notevolmente inferiore rispetto, ad esempio, a quello dell'euro o della sterlina.

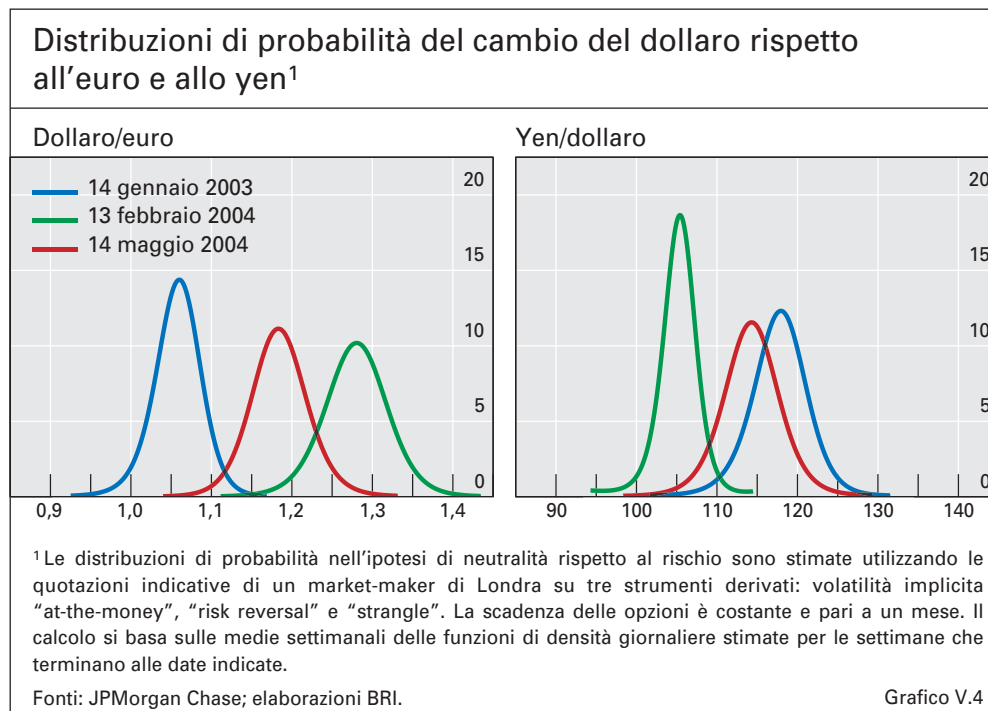
Limitato rafforzamento delle valute asiatiche rispetto al dollaro

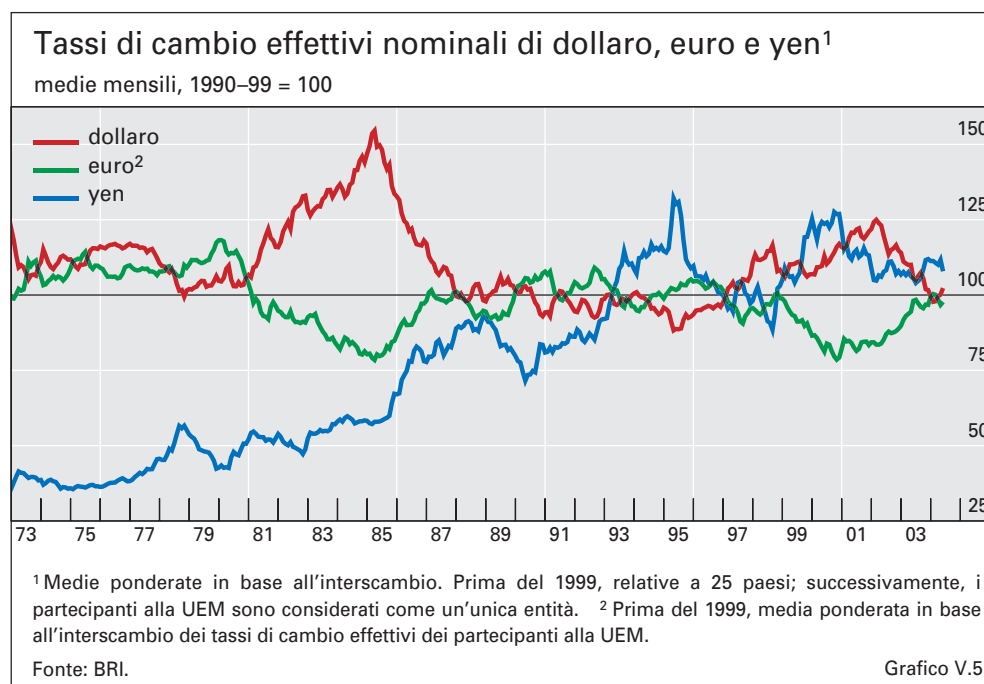
All'inversione di tendenza del dollaro si è accompagnato un visibile mutamento del clima di mercato. Per gran parte del 2003 le aspettative degli operatori sul tasso di cambio futuro della valuta, misurate dalla media delle distribuzioni di probabilità stimate in ipotesi di neutralità rispetto al rischio, hanno continuato a peggiorare. Inoltre, la valutazione del mercato circa la bilancia dei rischi fra un dollaro molto più forte o uno molto più debole – descritta dal grado di asimmetria di tali distribuzioni – propendeva notevolmente verso la seconda possibilità (grafico V.4). Ciò è stato particolarmente evidente nel segmento dollaro/euro. Le attese hanno iniziato a cambiare con il nuovo anno. Tra febbraio e metà maggio i prezzi delle opzioni hanno segnalato un atteggiamento meno negativo nei confronti del dollaro. La precedente asimmetria è per lo più scomparsa; il mercato ha attribuito un peso pressoché uguale alle probabilità di un sensibile rafforzamento e di un indebolimento del dollaro.

Significativo mutamento del clima di mercato

Secondo gli operatori, questi ampi movimenti sono intervenuti sullo sfondo di due sviluppi rimarchevoli nelle condizioni dei mercati valutari. Il primo è la generale impennata nel volume delle negoziazioni, innestata su una tendenza iniziata nella prima parte del 2001. Vi avrebbe concorso in larga misura la maggiore attività degli investitori con forte grado di leva. Particolarmente rilevante è stato l'incremento di operatività dei "macro hedge fund"

Due cambiamenti rilevanti nelle condizioni di mercato





– le cui strategie si basano sulla valutazione di grandezze fondamentali quali i differenziali di tasso di interesse – e dei “momentum player”, che sono soliti seguire le tendenze di prezzo delle attività. Una notevole espansione degli scambi avrebbe interessato anche investitori istituzionali e tesoriери delle società. L'aumento maggiore sembra riferibile al segmento dollaro/euro. Le condizioni di liquidità su gran parte dei mercati valutari non sono parse variare sensibilmente nel periodo e, in generale, la liquidità è rimasta molto elevata. Il secondo sviluppo è rappresentato dal fatto che nel 2003 il segmento yen/dollaro – a differenza degli altri comparti principali – avrebbe subito un calo in termini sia di attività sia di liquidità, come indicano i ridotti volumi di contrattazioni e i più ristretti intervalli di oscillazione infragiornaliera dei prezzi. Questi cambiamenti sono stati fatti risalire al rischio bidirezionale introdotto nel segmento dai sistematici interventi ufficiali.

Una prospettiva di più lungo periodo

Nonostante gli ampi movimenti dei tassi di cambio osservati nel periodo, due aspetti meritano particolare attenzione in una prospettiva a più lungo termine. Innanzitutto, le tre principali valute sono oggi molto vicine alle loro medie degli anni novanta in termini effettivi nominali (grafico V.5). In secondo luogo, il deprezzamento del dollaro fra il gennaio 2002 e il febbraio 2004 è stato assai inferiore alla pronunciata correzione della metà degli anni ottanta, allorché la moneta USA aveva perso circa il 50% sia sullo yen che sul marco tedesco, dopo i livelli eccessivi toccati nella prima parte di quel decennio.

### Movimenti di cambio: determinanti

Tre determinanti principali dei movimenti di cambio

Gli ampi movimenti valutari del periodo sotto rassegna sembrano riconducibili a tre fattori principali: lo squilibrio esterno degli Stati Uniti, i differenziali di tasso di interesse e le politiche di cambio in Asia.

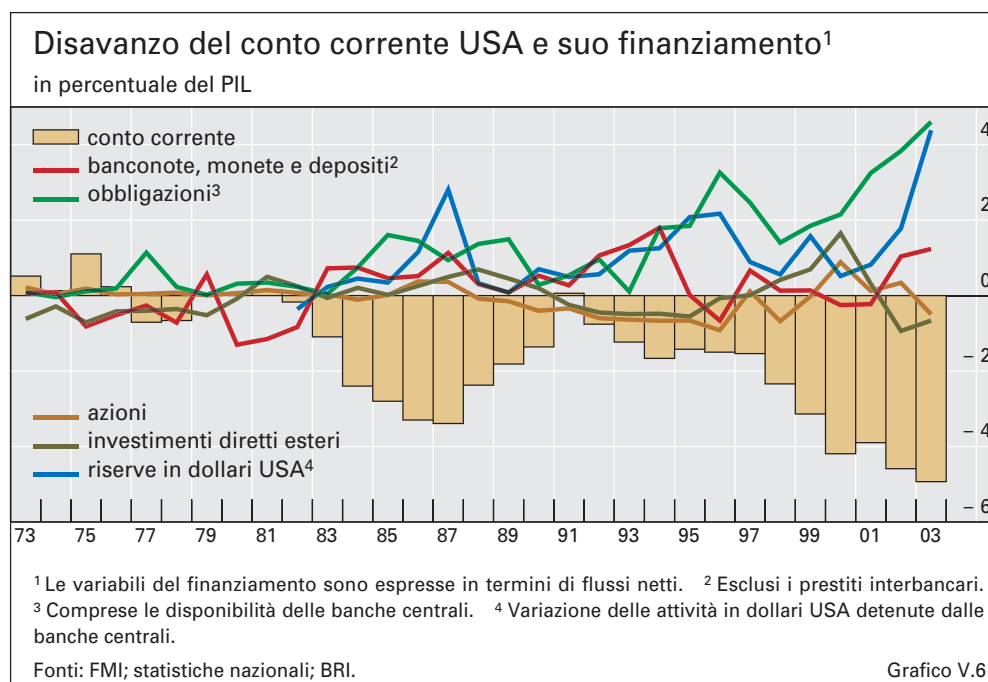
### Disavanzo corrente degli Stati Uniti

Analogamente al 2002, l'attenzione degli operatori per il crescente disavanzo corrente USA è stata la principale determinante dell'ampia flessione del dollaro fino al febbraio 2004. Nel 2003 il deficit e le passività nette sull'estero sono saliti rispettivamente al 5% (grafico V.6) e al 25% del PIL statunitense. Nondimeno, l'aumento di queste ultime non ha rappresentato un onere significativo per gli Stati Uniti, in quanto i rendimenti corrisposti su tali passività sono stati inferiori a quelli ricevuti sulle attività internazionali. Pertanto, i flussi netti di reddito sono rimasti positivi.

Fino al febbraio 2004 il mercato si concentra sul disavanzo corrente USA

Presumibilmente, lo squilibrio esterno statunitense ha influito sul dollaro soprattutto mediante i suoi effetti sul clima generale di mercato, in particolare suscitando diffuse aspettative di un necessario deprezzamento della moneta. A indurre tali aspettative hanno concorso due considerazioni correlate. Anzitutto, con l'ulteriore ampliarsi del deficit di bilancio si è ritenuto che l'esigenza di finanziare l'ampio disavanzo corrente fosse destinata a persistere più a lungo del previsto. Inoltre, è andata rafforzandosi la convinzione che lo squilibrio esterno fosse da ricondurre non tanto a livelli elevati di investimenti produttivi, quanto a un risparmio nazionale inadeguato. In secondo luogo, la mutata composizione dei flussi di capitali verso gli Stati Uniti – con una minore incidenza della componente privata e, al suo interno, di quella ascrivibile agli investimenti diretti esteri e di portafoglio azionari – attestava un incipiente calo di disponibilità del settore privato a finanziare il passivo corrente statunitense (grafico V.6).

Una questione fondamentale riguarda le possibili modalità di correzione dello squilibrio esterno degli Stati Uniti. Negli ultimi due anni sia i cambi sia i flussi di capitali hanno già evidenziato alcuni mutamenti, intervenuti peraltro in maniera ordinata. Se un andamento siffatto sia destinato a durare, o se non vi sia invece la probabilità di correzioni disordinate dei flussi tali da destabilizzare i mercati finanziari, è un problema importante che rimane aperto. Un modo





per affrontarlo consiste nell'analizzare la natura dei flussi di capitali durante i passati episodi di aggiustamento delle partite correnti (si veda oltre).

### *Differenziali di tasso di interesse*

Influsso dei differenziali sui movimenti dei capitali e sui cambi

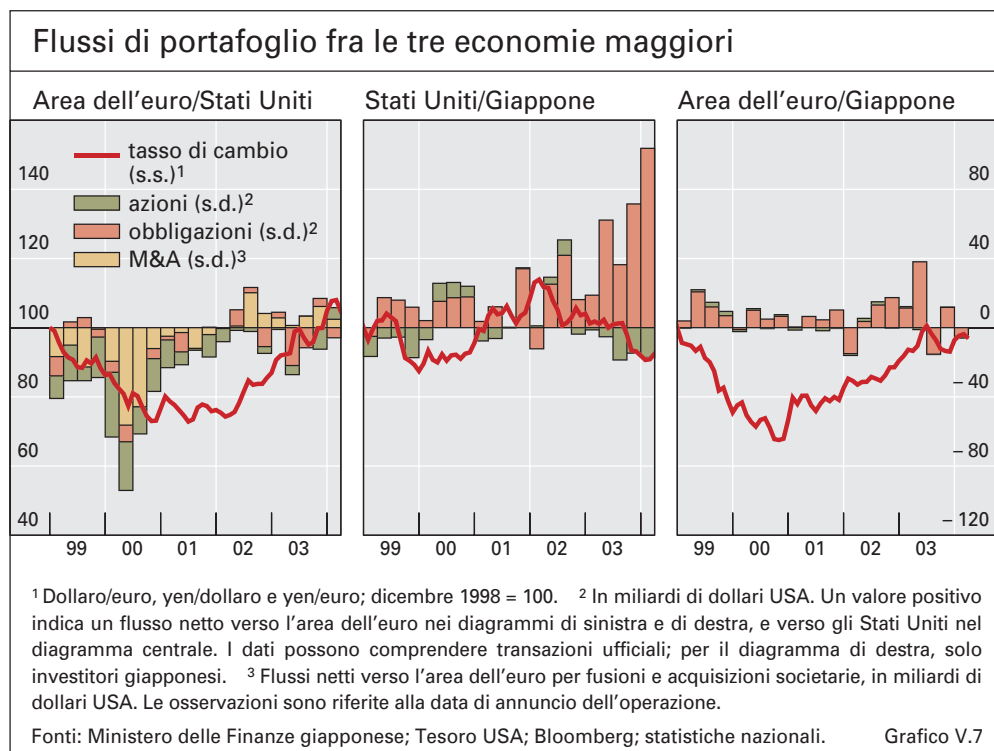
La seconda determinante dei movimenti valutari è rappresentata dai differenziali di tasso di interesse. La correlazione fra tassi di cambio e scarti di rendimento correnti e attesi è stata evidente per numerose economie (tabella V.1). Nel G3 l'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro e allo yen tra il gennaio 2002 e il febbraio 2004 è stato sostenuto dal fatto che l'area dell'euro presentava i tassi più elevati, richiamando così i capitali in cerca di rendimenti (grafico V.7). Tassi relativamente alti e in crescita nel Regno Unito hanno concorso all'apprezzamento della sterlina sul dollaro e sullo yen.

L'impatto dei differenziali di interesse è stato avvertito soprattutto nei mercati del dollaro australiano, neozelandese e – in misura minore – canadese (grafico V.2), su cui tradizionalmente influiscono anche i prezzi delle materie prime. Fino agli inizi del 2004 le tre monete si sono notevolmente apprezzate sul dollaro statunitense. Nei confronti dell'euro, invece, quella australiana e quella neozelandese si sono rafforzate moderatamente, nonostante gli spread favorevoli e rincari del 39% nei prezzi delle materie prime, mentre il dollaro canadese si è addirittura indebolito malgrado rendimenti analoghi e l'influsso positivo dei corsi dei prodotti primari.

La ricerca globale di rendimenti e i differenziali di interesse hanno svolto un ruolo di primo piano anche per una serie di valute emergenti. In presenza di esigui costi di finanziamento, come suggerito dai bassi tassi a breve (Capitolo IV), e di un'elevata tolleranza al rischio, come indicato dai ridotti spread creditizi e dagli elevati volumi di emissioni obbligazionarie (Capitolo VI), nelle economie emergenti con differenziali di interesse positivi le monete hanno teso ad apprezzarsi sul dollaro. Esempi degni di nota sono il peso cileno (che tra gli inizi del 2002 e i primi mesi del 2004 si è apprezzato

Tassi di cambio e differenziali di tasso di interesse								
	Dollaro <sup>1</sup>		Euro <sup>1</sup>		Differenziale di tasso di interesse rispetto agli USA <sup>2</sup>		Differenziale di tasso di interesse rispetto all'area dell'euro <sup>2</sup>	
	Gen. 02 –metà feb. 04	Metà feb. 04–metà mag. 04	Gen. 02 –metà feb. 04	Metà feb. 04–metà mag. 04	Gen. 02 –metà feb. 04	Metà feb. 04–metà mag. 04	Gen. 02 –metà feb. 04	Metà feb. 04–metà mag. 04
Nuova Zelanda	-51,9	15,9	-14,4	8,9	4,2	4,6	2,8	3,6
Australia	-43,6	14,4	-5,9	7,5	3,5	4,5	2,1	3,5
Svezia	-37,8	6,9	-0,8	0,0	2,3	1,3	0,9	0,3
Area dell'euro	-36,7	6,9	.	.	1,4	1,0	.	.
Svizzera	-30,5	4,4	6,1	-2,5	-0,7	-0,8	-2,1	-1,8
Regno Unito	-26,8	7,6	10,8	0,8	2,5	3,2	1,1	2,2
Norvegia	-26,6	1,0	10,4	-5,9	3,9	0,9	2,5	-0,1
Giappone	-20,6	7,6	17,2	0,9	-1,4	-1,0	-2,8	-2,0
Canada	-19,0	5,4	19,1	-1,3	1,4	1,1	-0,0	0,1

<sup>1</sup> Variazioni percentuali cumulative; un valore positivo indica un deprezzamento rispetto al dollaro (all'euro). <sup>2</sup> Tassi a tre mesi.  
Fonte: statistiche nazionali. Tabella V.1



di circa il 9%), il rand (che ha guadagnato attorno al 44%) e il real (rafforzatosi nonostante alcuni andamenti interni negativi).

Come nell'anno precedente, i "carry trade" – con cui si mutuano fondi in valute a basso rendimento per investirli in altre meglio remunerate – sono stati diffusamente utilizzati dagli investitori in cerca di profitti. Nel periodo vi hanno fatto ricorso non soltanto i "macro hedge fund" e i CTA ("commodity trading adviser"), ma anche investitori istituzionali e imprese non finanziarie. Le tre principali valute di finanziamento sarebbero state il dollaro USA, lo yen e il franco svizzero, mentre fra quelle di investimento maggiormente utilizzate figurano la sterlina, i dollari australiano, canadese e neozelandese, nonché una serie di valute dei paesi emergenti.

Quando agli inizi del 2004 la generalizzata tendenza al rialzo sul dollaro USA si è moderata e poi parzialmente invertita, l'effetto dei differenziali di interesse è divenuto più complesso. Mentre gli operatori riconsideravano la probabilità di una variazione dei tassi ufficiali in diversi paesi, nella determinazione dei movimenti di cambio è diminuito il peso dei differenziali di interesse correnti a vantaggio di quelli futuri attesi (Capitolo IV). Dopo il massimo di febbraio, l'euro è sceso sensibilmente allorché il mercato ha cominciato a ritenere più vicino un innalzamento dei tassi USA in risposta ai dati positivi su occupazione e inflazione negli Stati Uniti, e più probabile un allentamento nell'area dell'euro. Inoltre, aumentando i costi di finanziamento attesi in dollari USA, le mutate aspettative circa il profilo temporale della politica monetaria statunitense hanno notevolmente ridotto l'attrattiva dei "carry trade" con contropartita in dollari australiani e neozelandesi. Ciò ha contribuito a un notevole deprezzamento di tali monete nei confronti di quella USA. Anche il dollaro canadese, la corona norvegese e la corona svedese hanno subito una flessione quando i rispettivi tassi di interesse

I "carry trade" sono una strategia di investimento diffusa

Cambia la tendenza nei primi mesi del 2004 al mutare delle attese di politica monetaria

ufficiali sono stati abbassati e gli operatori hanno cominciato a scontare un allentamento monetario ancor più incisivo. Questo andamento ha reso meno remunerativo il rinnovo dei "carry trade". Il franco svizzero si è apprezzato sull'euro nel momento in cui le aspettative del mercato si sono rivolte verso un aumento dei tassi interni e gli operatori hanno iniziato a liquidare le transazioni in cui il franco era la moneta di finanziamento. I movimenti del dollaro USA rispetto allo yen sono stati invece meno pronunciati, per effetto dei persistenti segnali di ripresa dell'economia nipponica (Capitolo II).

#### *Politiche di cambio in Asia*

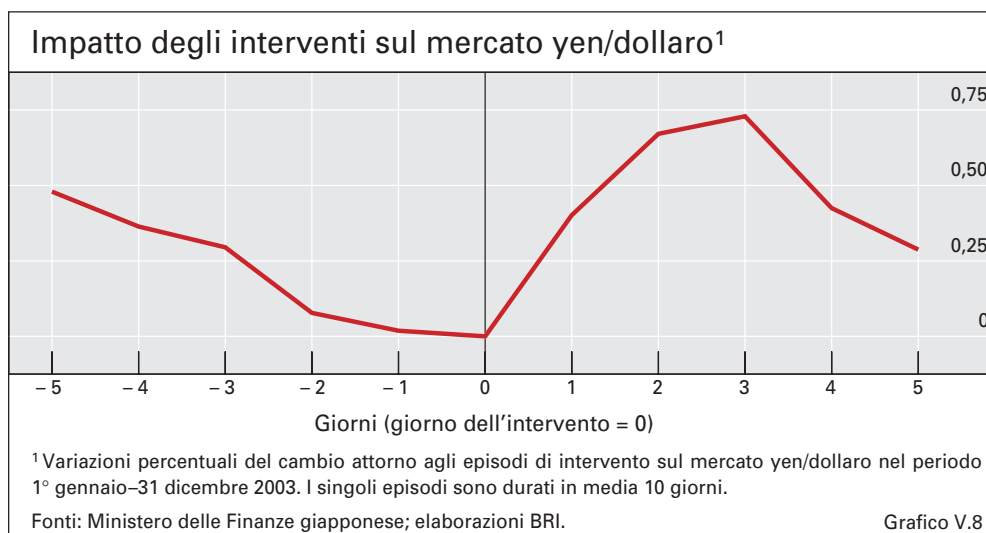
Un terzo fattore significativo alla base degli andamenti valutari è stato l'elevato volume di interventi rispetto ai parametri storici, soprattutto in Asia

Variazioni annuali delle riserve valutarie ufficiali							
in miliardi di dollari USA							
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	<i>Per memoria: consistenze a fine 2003</i>
	a tassi di cambio correnti						
Totale	27,2	138,0	155,0	112,3	351,9	616,6	3 010,9
Paesi industriali	-32,8	52,1	54,7	3,0	108,0	215,8	1 103,6
Stati Uniti	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	39,7
Area dell'euro	-32,9	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	188,0
Giappone	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	652,8
Asia	62,8	79,0	52,5	76,0	173,8	263,9	1 208,1
Cina	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	403,3
Corea	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	154,5
Filippine	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	0,3	13,3
Hong Kong SAR	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	118,6
India	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	97,6
Indonesia	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	34,7
Malaysia	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	43,5
Singapore	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	95,0
Taiwan, Cina	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	206,6
Thailandia	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	41,0
America latina <sup>1</sup>	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	170,7
Argentina	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	13,1
Brasile	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	49,1
Cile	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	15,2
Messico	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	57,7
ECO <sup>2</sup>	6,6	1,7	19,1	12,7	36,3	51,3	197,4
	a tassi di cambio costanti <sup>3</sup>						
Totale	24,6	178,7	191,4	146,7	258,3	502,8	3 029,8
in dollari	49,0	145,8	50,9	82,9	184,5	441,3	2 092,7
non in dollari	-24,4	32,9	140,5	63,8	73,8	61,5	937,1

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

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella V.2



(tabella V.2). Ciò ha concorso ad attenuare le pressioni verso l'alto sulle monete della regione, sollevando interrogativi più ampi quanto alle ricadute sulla correzione degli squilibri correnti a livello mondiale (si veda oltre). Per la loro entità in termini assoluti, gli interventi delle autorità giapponesi e cinesi hanno richiamato considerevole attenzione.

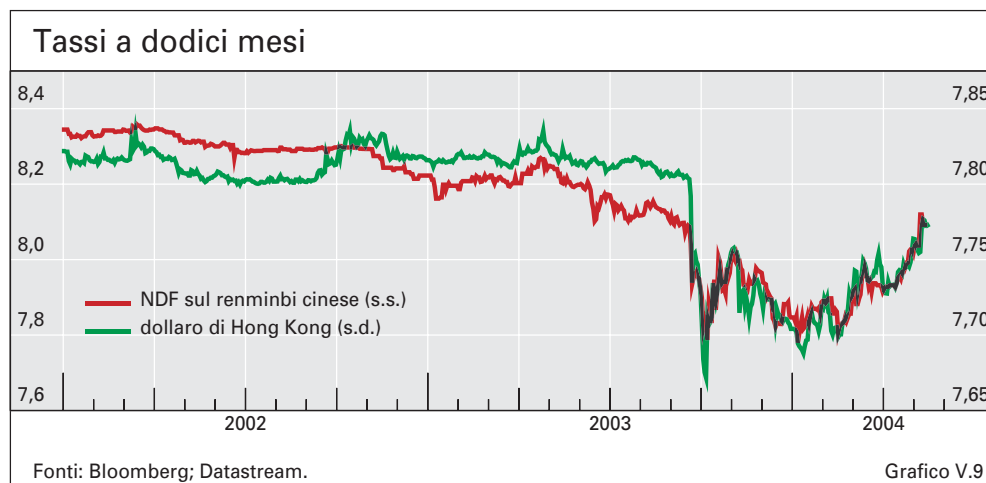
Ruolo fondamentale delle politiche valutarie in Asia

In Giappone fra il gennaio 2003 e il marzo 2004 il Ministero delle Finanze ha acquistato attività USA per \$316 miliardi, una cifra di molte volte superiore a quella destinata agli impieghi sull'estero negli anni precedenti. Dati del Ministero rivelano inoltre che le autorità sono intervenute sul mercato più frequentemente e per periodi più lunghi rispetto al passato. La sensibile reazione dello yen ai singoli interventi sui mercati valutarie sembra attestare l'efficacia degli stessi, almeno nel breve periodo (grafico V.8). Tale risultato potrebbe essere riconducibile al fatto che gli operatori hanno visto nei massicci interventi ufficiali giapponesi una nuova strategia volta a introdurre la percezione di un rischio bidirezionale sul mercato.

Interventi massicci sui mercati dei cambi in Giappone

In Cina le autorità monetarie hanno accumulato considerevoli riserve in dollari nell'intento di preservare la parità fissa con la moneta USA. Benché tale obiettivo sia stato di fatto raggiunto, sul mercato degli NDF ("non-deliverable

Autorità monetarie cinesi in primo piano



forward”) si sono osservati episodi di spinte al rialzo (grafico V.9), a indicare che gli operatori hanno ritenuto probabile una modifica della politica valutaria cinese. Il dollaro di Hong Kong è stato occasionalmente sottoposto a pressioni analoghe e ha attraversato un breve periodo di insolita volatilità sul mercato a pronti nel dicembre 2003.

Anche le autorità di Corea, India e Taiwan, Cina hanno accresciuto notevolmente le riserve in dollari in seguito a massicci interventi volti a contenere l’apprezzamento delle valute nei confronti del dollaro USA e, di conseguenza, del renminbi.

## Finanziamento degli squilibri esterni e ruolo delle riserve valutarie

Nel periodo sotto rassegna la mutata composizione dei flussi di capitali privati verso gli Stati Uniti e l’ulteriore aumento della quota di quelli ufficiali hanno messo in luce una minore disponibilità degli investitori privati a finanziare il disavanzo corrente statunitense. Ciò solleva due quesiti. In primo luogo, le variazioni dei flussi privati in termini di composizione e di incidenza relativa rispetto a quelli ufficiali forniscono indicazioni utili a prevedere l’inizio di un aggiustamento delle partite correnti? In secondo luogo, come si comportano i flussi di capitali una volta avviata la correzione e – in particolare – qual è la probabilità che essi subiscano variazioni disordinate e potenzialmente destabilizzanti per i mercati finanziari? Per rispondere a questi due interrogativi è stata esaminata sia la configurazione dei flussi privati sia la quota di quelli ufficiali durante 28 episodi storici di correzione significativa di squilibri di parte corrente.

### *Finanziamento dei disavanzi correnti nei paesi industriali dal 1973*

I 28 episodi di correzione sostanziale e duratura delle partite correnti nei paesi industriali verificatisi dal 1973 (tabella V.3) presentano due caratteristiche di rilievo. Anzitutto, i deficit hanno mediamente mostrato la tendenza a invertirsi quando la loro incidenza sul PIL si è portata in prossimità del 4–5%. In secondo luogo, il processo di aggiustamento si è di norma accompagnato sia a un deprezzamento della moneta nazionale sia a una pronunciata decelerazione della crescita. Il meccanismo che ha determinato l’inversione di tendenza del passivo corrente USA nella seconda metà degli anni ottanta ha per lo più ricalcato tale evoluzione.

Un’analisi del profilo dei flussi finanziari mostra che esso non ha un contenuto particolarmente predittivo quanto ai tempi o alle caratteristiche degli aggiustamenti del conto corrente. Ciò appare chiaro se si esaminano i valori medi assunti da ciascuna categoria di flussi durante i cinque anni precedenti il punto di minimo del saldo corrente nei 28 episodi considerati (grafico V.10). Benché in tale intervallo il comportamento di alcune categorie sia mediamente cambiato, vi sono pochi riscontri di una variazione sistematica di tendenza nella fase *immediatamente precedente* l’inizio del periodo in cui ha luogo la correzione, e ciò vale anche per la componente ufficiale. Fanno eccezione soltanto le disponibilità di banconote, monete e depositi dei non residenti, che di solito raggiungevano un massimo un anno prima dell’inizio

Episodi storici di correzione delle partite correnti

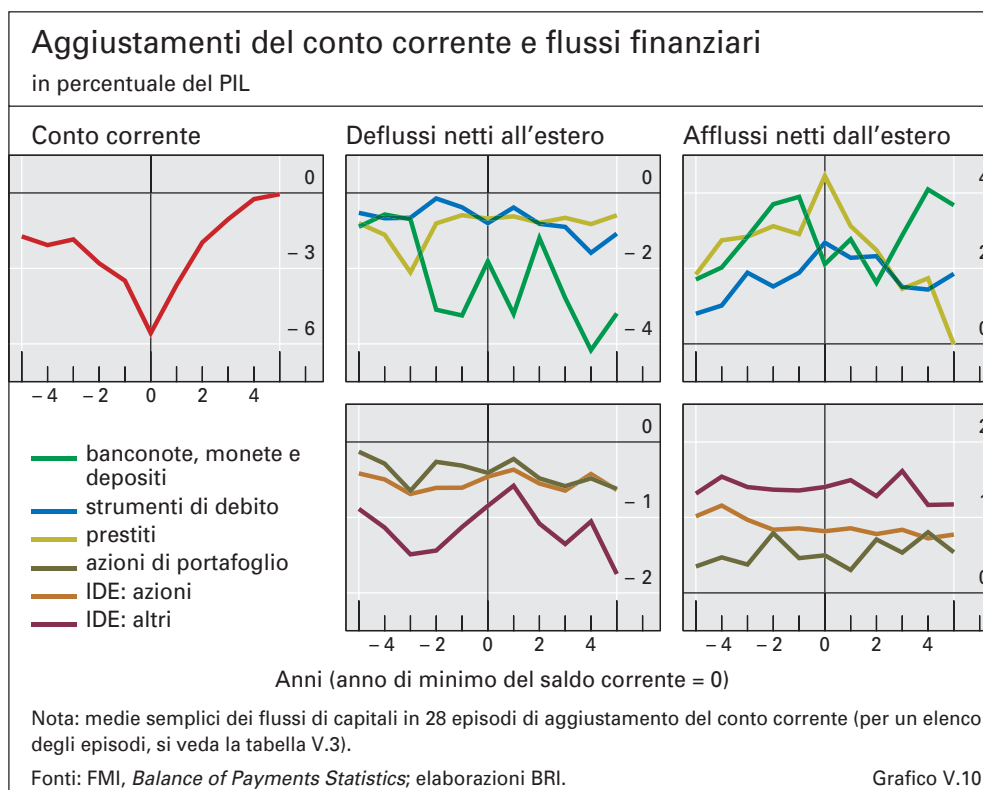
Scarsi riscontri di variazioni sistematiche di tendenza dei flussi finanziari nel periodo precedente ...

Flussi finanziari e aggiustamenti del conto corrente	
	Percentuale di episodi in cui le variazioni dei flussi finanziari risultano in linea con gli aggiustamenti del conto corrente
Disponibilità dei non residenti in strumenti debitori sull'interno	89
Prestiti di non residenti a residenti	78
Disponibilità dei non residenti in valuta e depositi sull'interno	58
Disponibilità dei residenti in valuta e depositi sull'estero	70
IDE dall'estero	36
IDE verso l'estero	35
Attività di riserva	68

Nota: si determina una correzione delle partite correnti 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. La tabella copre 28 episodi di correzione del conto corrente osservati nel periodo 1974–2002 nei seguenti paesi: 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 (1984); Portogallo (1981, 2000); Regno Unito (1974, 1989); Spagna (1976, 1981, 1991); Stati Uniti (1987); Svezia (1980, 1992).

Fonti: FMI, *Balance of Payments Statistics*; stime BRI. Tabella V.3

dell'aggiustamento. Tenuto conto di questi elementi, la diversa composizione degli afflussi di capitali verso gli Stati Uniti osservata durante lo scorso anno potrebbe quindi non avere una particolare valenza informativa circa il profilo temporale della correzione dello squilibrio esterno statunitense.



... ma qualche cambiamento *durante* gli episodi di correzione

Considerando invece la dinamica dei flussi finanziari *durante* i 28 episodi storici di aggiustamento emergono alcuni interessanti aspetti comuni. In primo luogo, le variazioni maggiori hanno in genere riguardato le categorie più volatili di flussi, che tendono a essere influenzate soprattutto dai differenziali di interesse. In particolare, le disponibilità in banconote, monete, depositi e strumenti di debito sono di norma diminuite sensibilmente durante la correzione, dopo essere aumentate al crescere del disavanzo (tabella V.3). Pur evidenziando un profilo analogo, i più stabili flussi di IDE (in entrata e in uscita) hanno subito modifiche di proporzioni inferiori, mentre quelli azionari di portafoglio – comunemente ritenuti volatili – non hanno in media registrato variazioni apprezzabili.

In secondo luogo, la correzione è stata determinata in misura rilevante dal comportamento dei non residenti. Durante i suddetti episodi, questi hanno modificato in misura notevole le loro disponibilità in depositi e strumenti di debito sull'interno, nonché i prestiti a residenti; tali categorie di flussi sono generalmente cresciute prima del punto di svolta superiore del disavanzo, per poi tendere a calare. Tra i flussi originati da residenti, per converso, solo una categoria è sistematicamente variata (i depositi sull'estero).

In terzo luogo, i cambiamenti nelle fonti di finanziamento del disavanzo hanno interessato soprattutto i flussi privati. Anche le riserve ufficiali nazionali hanno teso a variare, a causa principalmente degli interventi per sostenere la moneta e/o degli effetti di cambio. Nondimeno, è importante rilevare che – se si eccettuano gli Stati Uniti – in tutti i paesi in cui si sono verificate correzioni sostanziali delle partite correnti gli acquisti di attività sull'interno da parte di enti pubblici esteri non sono stati consistenti e non hanno pertanto svolto un ruolo significativo.

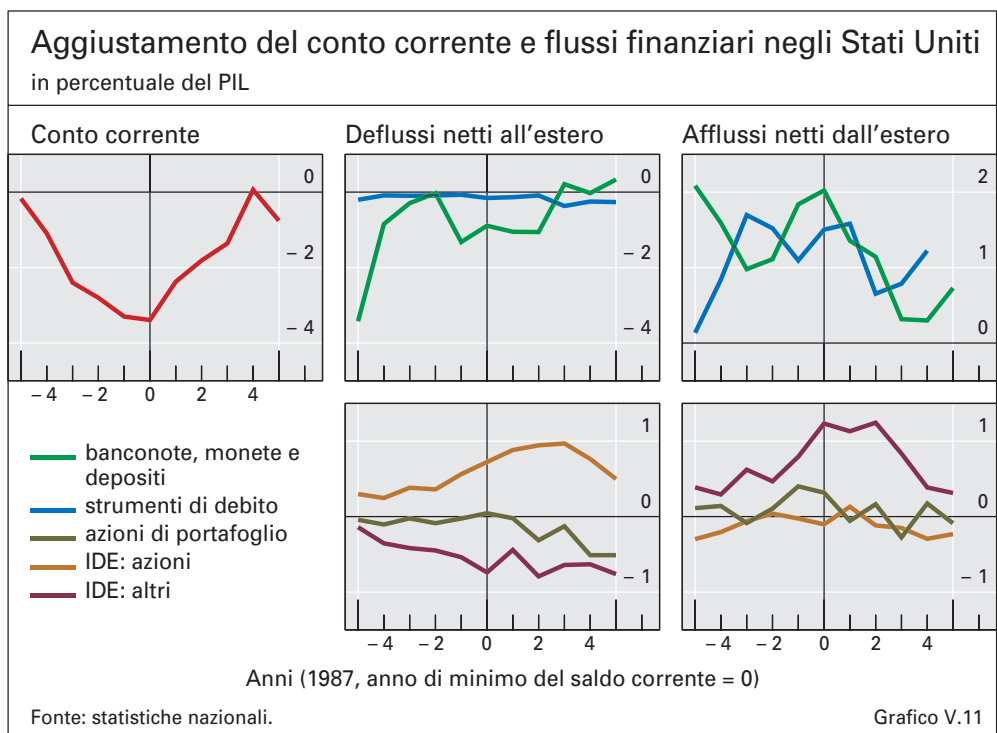
Infine, in gran parte dei casi la ricomposizione dei flussi finanziari sopra richiamata si è svolta in modo ordinato. Costituisce un'eccezione di rilievo l'episodio che ha interessato la Svezia nel 1992, durante il quale sono intervenuti un netto ridimensionamento delle disponibilità in banconote, monete e depositi detenute da residenti esteri (in misura pari al 10% del PIL), nonché un calo altrettanto pronunciato dei prestiti dall'estero.

Analogie fra Stati Uniti e altri paesi ...

La dinamica dei flussi di capitali privati durante la correzione del disavanzo corrente USA a metà degli anni ottanta è stata per diversi aspetti in linea con quella osservata in altri paesi (grafico V.11). Innanzitutto, le due categorie di flussi finanziari che hanno subito le variazioni più evidenti attorno al 1987 sono state i depositi esteri (di residenti e non residenti) e i titoli di debito statunitensi (di non residenti). Esse sono tendenzialmente aumentate prima del 1987, per poi calare nei tre anni successivi. In secondo luogo, all'aggiustamento hanno contribuito anche gli IDE dei non residenti. Infine, le variazioni dei flussi privati sono state ordinate. Il calo degli afflussi è stato regolare, e per ogni categoria di flussi la variazione cumulativa fra il 1987 e il 1990 non ha superato il 2% del PIL statunitense.

... ma anche una differenza sostanziale nel ruolo delle riserve ufficiali

Ciò premesso, gli Stati Uniti si distinguono dagli altri paesi industriali per un aspetto importante. Poiché il dollaro costituisce la principale moneta internazionale di riserva, una notevole percentuale delle attività in valuta nei portafogli di altre economie è denominata in tale divisa. A differenza di quanto



avvenuto in tutti gli altri paesi interessati da episodi di correzione delle partite correnti, gli acquisti di attività in dollari (soprattutto obbligazioni) da parte di enti esteri del settore pubblico hanno finanziato una quota consistente del disavanzo USA sia nell'aggiustamento del 1987 sia nella situazione attuale (grafico V.6). In entrambi i casi, le riserve ufficiali in dollari sono inizialmente aumentate in misura sensibile al flettere della moneta statunitense sotto il peso del crescente deficit. Nell'episodio del 1987 esse hanno poi subito un'inversione di tendenza allorché ha iniziato a diminuire il saldo corrente e, con esso, l'esigenza di finanziamento esterno. Sulla base di questo precedente storico, il netto aumento delle riserve in dollari osservato negli ultimi due anni potrebbe indurre a chiedersi se il recente passivo corrente statunitense non sia prossimo a una correzione.

Nondimeno, l'esperienza attuale degli Stati Uniti differisce in misura significativa da quella degli anni ottanta per quanto riguarda i flussi ufficiali. Dopo un periodo di apprezzamento eccessivo, alla metà degli anni ottanta il dollaro ha iniziato a calare. Per contrastarne il rapido declino, fra il 1986 e il 1987 le autorità monetarie del G7 hanno concertato i loro sforzi, che hanno trovato la loro massima espressione nella firma dell'Accordo del Louvre nel febbraio 1987. Ciò ha determinato un accumulo di riserve in dollari soprattutto in Giappone, in Germania e in altri paesi industriali con valute non agganciate a quella statunitense; allo stabilizzarsi del dollaro su valori notevolmente più bassi, gli interventi coordinati sono stati sospesi. Negli ultimi due anni l'aumento di riserve è stato invece riconducibile ad azioni unilaterali delle autorità del Giappone e di paesi asiatici emergenti che – ponendo una soglia al deprezzamento del dollaro – hanno limitato la correzione dello squilibrio esterno USA. Tali politiche di cambio non sono il frutto di un coordinamento, ma appaiono interdipendenti.

Le politiche di cambio attuali differiscono molto da quelle di metà anni ottanta



### *Ruolo delle riserve valutarie*

Per comprendere meglio questa tipologia di interventi è utile prestare attenzione al ruolo delle riserve valutarie. Cosa giustifica la detenzione di riserve e come si spiega l'andamento attuale? in che misura il loro accumulo ha rappresentato un obiettivo in sé ovvero una conseguenza indiretta del perseguimento di un equilibrio interno o esterno? e quali sono le implicazioni per la sostenibilità del finanziamento del disavanzo corrente USA? Gli effetti che l'accumulo di abbondanti riserve può avere sul sistema finanziario interno sono stati trattati nel Capitolo III.

In un regime di cambi fissi le riserve svolgono un ruolo centrale

In un regime di cambio fisso, ufficiale o di fatto, le riserve svolgono un ruolo centrale. Le autorità monetarie le utilizzano per proteggere la parità fissa dalle pressioni al ribasso originate, ad esempio, da deflussi di capitali; simmetricamente, le accumulano per arginare le spinte al rialzo sulla moneta. In assenza di controlli sui movimenti di capitali e di aggiustamenti del tasso di interesse, la quantità di riserve accumulata è pertanto determinata dagli interventi delle autorità volti a mantenere l'ancoraggio del cambio. In un contesto di persistenti afflussi o deflussi di capitali si può ricorrere anche allo strumento dei tassi di interesse.

In un regime di cambi flessibili le riserve possono essere un obiettivo in sé ...

Nei regimi di cambio flessibile il ruolo delle riserve è molto più sfumato, ed è quindi opportuno fare una distinzione. In un caso, le autorità monetarie potrebbero stabilire un livello specifico di riserve in valuta per varie finalità. Un'importante finalità consiste nel disporre di riserve tali da permettere interventi volti a preservare la liquidità del mercato valutario; ciò riduce la volatilità indesiderata, consentendo al tempo stesso un'ordinata correzione del cambio. Una seconda finalità potrebbe essere la creazione di un "volano" di riserve che può migliorare il merito di credito del paese sui mercati finanziari internazionali e contribuire così a ridurre il pericolo di flussi destabilizzanti di fondi. Quanto maggiore è il rischio di una fuga di capitali all'estero, ad opera di residenti interni o di non residenti, tanto maggiore è l'esigenza di creare questo margine di sicurezza.

... oppure una conseguenza indiretta di interventi con finalità esterne o interne

Nel secondo caso l'accumulo di riserve costituisce una conseguenza indiretta degli interventi di stabilizzazione della moneta, analogamente a quanto avviene in un regime di cambio fisso. In tale situazione, gli interventi potrebbero essere indirizzati a obiettivi esterni o interni. Quello esterno più comune consiste nel contrastare l'apprezzamento del cambio per preservare la competitività dei settori interni di esportazione e di quelli in concorrenza con le importazioni; in quest'ottica, una tendenza al deprezzamento non verrebbe di norma ostacolata. Con riferimento agli obiettivi interni, le banche centrali potrebbero opporsi alle spinte al rialzo sulla moneta per scongiurare un impatto eccessivamente disinflazionistico, ad esempio nel quadro di un sistema di "inflation targeting". Gli interventi potrebbero anche servire a stabilizzare il cambio al fine di evitare ricadute negative sui bilanci interni.

Criteri per determinare i livelli di riserva

I paesi che fissano obiettivi di riserva hanno utilizzato vari criteri per stabilirne il livello appropriato. Tradizionalmente si è impiegato come benchmark l'indice di copertura delle importazioni, dove le riserve sono poste pari a un multiplo degli acquisti dall'estero. Ciò consentiva in particolare di attenuare i problemi di liquidità in caso di gravi squilibri delle partite correnti.

Dopo la crisi asiatica, tuttavia, si è osservata una propensione ad adottare criteri più incentrati sui movimenti dei capitali. Maggiore importanza è stata attribuita alla copertura di quei flussi finanziari suscettibili di rapidi mutamenti di direzione in caso di crisi. Ne costituiscono un esempio le passività a breve sull'estero, per le quali sussiste il rischio di un mancato rinnovo alla scadenza da parte dei creditori. Un criterio alternativo rilevante per affrontare le vulnerabilità del conto capitale si basa sul rapporto riserve/quantità di moneta in senso ampio, che considera il rischio di spostamenti dai fondi in moneta locale a quelli in valuta estera.

In genere, è difficile individuare empiricamente il livello ottimale di riserve valutarie. Tuttavia, il tasso di accumulo delle disponibilità ufficiali e la volatilità dei cambi negli ultimi cinque anni – unitamente ai criteri di volta in volta utilizzati per stabilire il livello di riserve appropriato – possono far luce sull'importanza relativa delle motivazioni alla base dei protratti interventi in Asia.

Sulla scorta delle recenti tendenze in materia di accumulazione di riserve e volatilità dei cambi, il periodo successivo alla crisi asiatica può essere suddiviso in due fasi con caratteristiche diverse. Nella prima (1998–2001), durante l'apprezzamento del dollaro rispetto alle principali valute fluttuanti, i tassi di cambio di gran parte dei paesi emergenti dell'Asia non sono stati

Alcuni riscontri delle diverse motivazioni alla base dell'accumulo di riserve

Riserve e volatilità dei cambi: mutamento di tendenza nel 2002

Volatilità dei tassi di cambio e variazioni delle riserve						
	Gennaio 1988–dicembre 2001			Gennaio 2002–febbraio 2004		
	Volatilità dei cambi <sup>1</sup>		Variazione delle riserve <sup>2</sup>	Volatilità dei cambi <sup>1</sup>		Variazione delle riserve <sup>2</sup>
	bilaterali	effettivi nominali		bilaterali	effettivi nominali	
Area dell'euro	8,5	5,8	-85,9	8,0	4,1	-31,7
Australia	9,6	8,2	0,4	7,3	5,7	12,7
Canada	4,3	4,3	12,5	6,1	5,3	1,5
Giappone	10,8	9,9	179,0	7,4	5,3	369,9
Norvegia	6,6	3,2	-8,1	9,8	5,9	8,8
Nuova Zelanda	9,9	7,2	-1,7	8,1	6,2	2,5
Regno Unito	5,5	4,6	4,9	6,5	4,2	5,1
Svezia	7,6	4,4	3,3	7,9	3,5	6,3
Svizzera	8,8	3,4	-2,4	8,3	2,7	17,8
Cina	0,0	2,7	71,7	0,0	2,5	209,2
Corea	11,7	13,3	79,7	6,5	5,2	58,2
Filippine	10,3	10,5	6,3	4,1	4,8	-1,4
Hong Kong SAR	0,1	4,7	13,1	0,5	4,5	12,2
India	2,9	4,9	20,8	1,6	4,7	57,5
Indonesia	47,4	46,3	9,4	7,2	7,2	7,7
Malaysia	11,7	10,7	10,7	0,0	3,6	17,8
Singapore	6,6	5,1	7,1	3,1	2,7	25,4
Taiwan, Cina	5,4	4,9	38,2	3,1	3,3	101,2
Thailandia	14,9	14,0	7,0	4,2	2,8	8,7

<sup>1</sup> Misurata come deviazione standard sul periodo indicato delle variazioni percentuali giornaliere del tasso di cambio rapportate all'anno. <sup>2</sup> Variazione cumulativa nel periodo, in miliardi di dollari USA.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; statistiche nazionali; BRI.

Tabella V.4

meno volatili – rispetto al dollaro e in termini effettivi nominali – di quelli delle suddette valute fluttuanti (tabella V.4). In tale fase, le banche centrali asiatiche avrebbero approfittato delle favorevoli condizioni di mercato per ripristinare lo stock di riserve dai bassi livelli toccati durante la crisi. Di conseguenza, l'accumulo di disponibilità ufficiali è sembrato in larga misura un obiettivo in sé.

Negli ultimi due anni, invece, con l'invertirsi della tendenza all'apprezzamento del dollaro, la volatilità dei cambi con la moneta americana nei paesi asiatici emergenti è diminuita notevolmente ed è oggi molto inferiore rispetto a quella delle altre valute fluttuanti. Anche i tassi di cambio effettivi nominali sono tendenzialmente calati. In parallelo, l'accumulazione di riserve si è intensificata in misura significativa. Da un esame più attento emerge che tutte e tre le motivazioni sottostanti all'accumulo di disponibilità ufficiali richiamate in precedenza potrebbero attualmente svolgere un ruolo complementare.

I diversi criteri utilizzati per stabilire il livello di riserva più adeguato offrono riscontri contrastanti quanto all'eventualità che il processo di accumulazione abbia cambiato natura negli ultimi due anni. In tale periodo le disponibilità ufficiali di gran parte dei paesi asiatici non sono aumentate in modo particolare rispetto alle importazioni (tabella V.5). In percentuale della liquidità interna esse sono invece cresciute del 40% e più in vari paesi, mentre in rapporto al debito esterno a breve hanno registrato un incremento sensibile nella maggioranza delle economie asiatiche emergenti.

Riscontri contrastanti circa l'entità delle riserve valutarie

Riserve valutarie e misure di adeguatezza									
	Riserve/importazioni <sup>1</sup>			Riserve/moneta ampia <sup>2</sup>			Riserve/debito a breve <sup>3</sup>		
	1996	1998–2001 <sup>4</sup>	2003	1996	1998–2001 <sup>4</sup>	2003	1996	1998–2001 <sup>4</sup>	2003
Canada	1	1	2	4	6	5	94	40	23
Australia	3	3	4	3	2	3	21	20	25
Norvegia	9	6	7	29	21	18	526	136	30
Nuova Zelanda	5	3	3	5	2	2	61	37	30
Svezia	3	2	3	15	12	13	69	24	15
Svizzera	6	5	6	10	11	11	...	208	14
Regno Unito	2	1	1	7	5	5	41	10	2
Asia <sup>5</sup>	7	10	12	14	16	22	277	530	877
Giappone	7	11	20	4	6	11	400	299	235
Cina	9	11	12	11	11	15	373	738	1 300
Corea	3	7	10	6	14	21	45	195	289
Filippine	4	5	4	21	27	30	122	141	132
Hong Kong SAR	4	6	6	19	23	24	37	127	170
India	6	9	17	11	14	26	260	420	601
Indonesia	5	10	13	14	34	31	51	129	258
Malaysia	4	5	6	28	34	41	226	326	416
Singapore	7	8	9	80	77	85	44	99	160
Taiwan, Cina	10	11	19	17	19	33	458	747	849
Thailandia	6	7	7	25	26	30	80	215	404

<sup>1</sup> Numero di mesi di importazioni. <sup>2</sup> In percentuale. <sup>3</sup> Titoli di debito internazionali e passività verso banche dichiaranti alla BRI, con scadenza inferiore all'anno. <sup>4</sup> Media del periodo. <sup>5</sup> Media ponderata dei paesi elencati, basata sul PIL e sui tassi di cambio riferiti alle PPA del 2000.

Fonti: FMI; statistiche BRI.

Tabella V.5

Il diverso profilo sia della volatilità dei cambi sia delle riserve in rapporto a PIL, liquidità interna e debito a breve osservato attorno al 2002 è coerente anche con un accumulo di riserve quale conseguenza indiretta di interventi finalizzati al perseguimento di obiettivi esterni. Nei paesi limitrofi alla Cina la minore volatilità del cambio potrebbe essere parzialmente riconducibile al desiderio di contrastare le pressioni al rialzo rispetto al renminbi per mantenere la competitività delle esportazioni, che ha comportato una stabilità anche nei confronti del dollaro.

Interventi coerenti con obiettivi di equilibrio esterno e interno

Allo stesso tempo, negli ultimi due anni gli interventi valutari delle autorità monetarie in Asia si sono rivelati per lo più coerenti con gli obiettivi monetari di equilibrio interno. In gran parte dei paesi con "inflation targeting" l'inflazione effettiva si è mantenuta entro la fascia o prossima al livello obiettivo. In Giappone l'incremento delle disponibilità ufficiali discende in larga misura dalla strategia messa in atto per contrastare le spinte deflazionistiche. In Cina l'accumulo di riserve – benché non necessariamente incoerente con gli obiettivi di politica monetaria – ha rispecchiato i timori per la tenuta del sistema finanziario in caso di adozione di un regime di cambio più flessibile.

In prospettiva, le banche centrali asiatiche potrebbero continuare a contrastare le pressioni al rialzo sulle rispettive valute. In tale circostanza, il risultante accumulo di riserve in dollari rappresenterebbe un'importante fonte di finanziamento dello squilibrio esterno USA. Il rischio, tuttavia, è che tale fonte di afflussi possa contrarsi, e ciò potrebbe avvenire sullo sfondo di vari scenari alternativi.

Tre scenari alternativi

In uno di questi il dollaro statunitense potrebbe continuare ad apprezzarsi. In tal caso, crescerebbe l'incentivo ad allentare il legame fra le divise asiatiche e quella americana e diminuirebbe di conseguenza la necessità di accumulare riserve in dollari per mantenere la stabilità valutaria. Una modifica di comportamento in questo senso è stata osservata fra il 1999 e il 2001, quando diverse valute asiatiche hanno mostrato una lieve tendenza a muoversi meno in sintonia con un dollaro in ascesa e più con lo yen. Nondimeno, stante l'apprezzamento della moneta statunitense, l'assenza della componente asiatica tra le fonti di finanziamento del disavanzo corrente USA potrebbe non costituire un problema: il rialzo del dollaro tenderebbe infatti ad accompagnarsi a una maggiore disponibilità del settore privato a investire in attività denominate in tale valuta. In questo scenario, il deficit corrente degli Stati Uniti potrebbe tendere ad ampliarsi in misura ancor maggiore e il processo di aggiustamento risultare ulteriormente ritardato.

Uno scenario alternativo deriverebbe dall'eventuale decisione delle banche centrali asiatiche di ridurre l'esposizione in dollari nel momento in cui la moneta statunitense subisse nuove pressioni al ribasso. È difficile valutare la probabilità di una simile decisione. Da un lato, essa determinerebbe un'ulteriore caduta del dollaro e un potenziale aumento dei rendimenti statunitensi. A questo punto, sarebbero due le forze che amplificherebbero la perdita di capitale sulle attività in dollari nei portafogli delle banche centrali. Dall'altro lato, alcune autorità monetarie potrebbero ritenere possibile liquidare le loro disponibilità prima che deflussi più generalizzati inducano un calo dei prezzi.

In un terzo scenario potrebbero cessare le pressioni al rialzo sulle valute asiatiche. Qualora le economie dell'Asia fossero colpite da uno shock che provocasse deflussi o minori afflussi di capitali nella regione, le spinte al ribasso sulle monete asiatiche – e soprattutto sul renminbi – eliminerebbero la necessità di accumulare ulteriori riserve in dollari e potrebbero addirittura originare un'inversione di tendenza. Si porrebbe allora il problema fondamentale della possibile destinazione di tali flussi. In circostanze analoghe passate, questi si sono in genere diretti principalmente verso gli Stati Uniti. Se lo stesso avvenisse nella situazione attuale, la disponibilità degli investitori privati a finanziare il disavanzo corrente statunitense potrebbe compensare i minori flussi pubblici provenienti dall'Asia.

## VI. I mercati finanziari

### Aspetti salienti

Nel 2003 sui mercati finanziari globali si è potuta osservare una rinnovata propensione al rischio degli investitori. Nel comparto azionario questa tendenza ha innescato forti rialzi prima ancora che cominciasse a circolare notizie favorevoli sugli utili societari e sull'andamento dell'economia mondiale. Nei mercati delle obbligazioni sia pubbliche che private la continua ricerca di rendimenti maggiori di quelli straordinariamente bassi offerti dai più sicuri titoli governativi ha determinato un calo degli spread creditizi su livelli prossimi ai minimi storici. Se il miglioramento delle grandezze economiche fondamentali spiega in parte l'aumento dei prezzi delle attività, verso la fine del periodo le valutazioni di mercato sono state sostenute anche da premi al rischio relativamente esigui. Gli investitori sono sembrati minimizzare sempre più la possibilità di eventi avversi.

Durante buona parte del periodo sotto rassegna è stato difficile per gli investitori obbligazionari mantenere opinioni stabili circa le implicazioni del quadro macroeconomico per la politica monetaria. Questa incertezza ha avuto un forte impatto sui rendimenti a lungo termine, che di norma rappresentano gli indicatori prospettici più affidabili dell'evoluzione complessiva dell'economia. Essi hanno fluttuato vistosamente in diverse occasioni, rispecchiando mutamenti nelle aspettative piuttosto che aggiustamenti dei premi a termine richiesti dagli investitori. Le oscillazioni sono state particolarmente pronunciate negli Stati Uniti e in Giappone, e più contenute nell'area dell'euro.

Nei mercati azionari e creditizi per gran parte del 2003 gli investitori sono rimasti impassibili di fronte ai cambiamenti nelle attese circa l'indirizzo monetario. Nei primi mesi di quest'anno, tuttavia, la percezione di una svolta nella politica della Federal Reserve sembra aver influito notevolmente sulla propensione al rischio. In aprile e maggio dati sorprendentemente positivi sul mercato del lavoro USA e una modifica nel linguaggio utilizzato dalla banca centrale statunitense con riferimento al suo indirizzo accomodante hanno fatto apparire più imminente un innalzamento dei tassi ufficiali. In questa occasione, il conseguente balzo dei rendimenti sui titoli governativi ha provocato flessioni nelle borse e nei mercati emergenti, evidenziando la fragilità delle valutazioni correnti di fronte a un calo nella propensione al rischio.

### Curve dei rendimenti e politica monetaria

Per gran parte del 2003 e agli inizi del 2004 i mercati dei titoli governativi hanno seguito un andamento indipendente da quello di altri mercati finanziari.

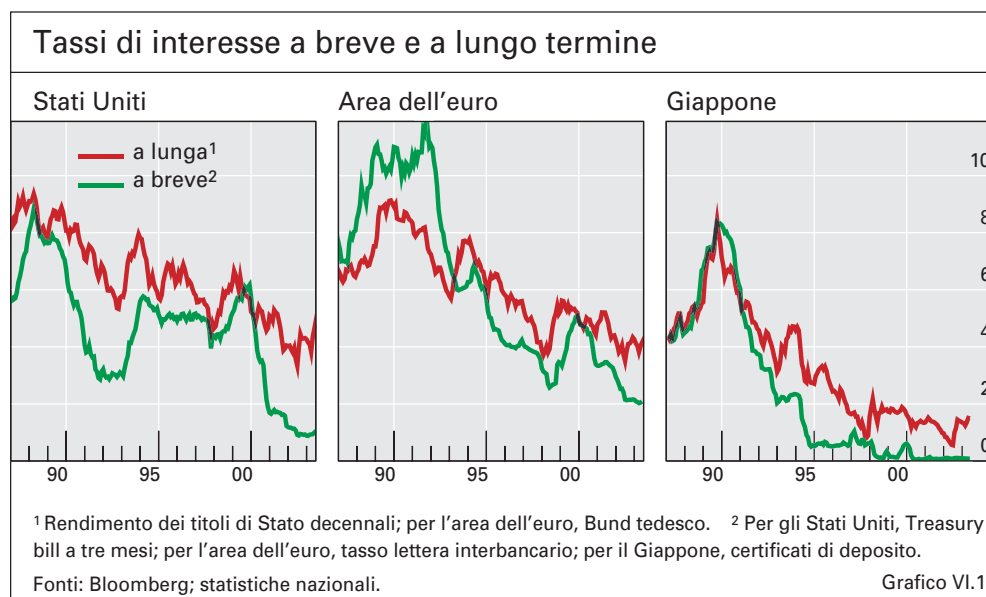
Le curve dei rendimenti inviano segnali contrastanti sulle prospettive economiche

Mentre gli investitori dei mercati azionari e creditizi hanno ravvisato nelle prospettive macroeconomiche ragioni di ottimismo, le oscillazioni della curva dei rendimenti non hanno confortato tale valutazione con altrettanta costanza. Nella prima parte del periodo gli operatori sono sembrati sovrastimare i timori di deflazione della Federal Reserve e la sua volontà di ricorrere a strumenti non convenzionali. La brusca ondata di vendite su scala mondiale nel corso dell'estate pare principalmente riconducibile a una decisa correzione di tali aspettative, più che a un repentino miglioramento del quadro prospettico in sé. Fattori tecnici correlati alla copertura di titoli assistiti da ipoteca e ad altre tecniche quantitative di gestione del rischio hanno amplificato la volatilità. Al volgere dell'anno i rendimenti si sono indeboliti nonostante una revisione al rialzo delle previsioni di crescita, in quanto l'andamento incerto della creazione di nuovi posti di lavoro negli Stati Uniti è stato determinante per la formazione delle aspettative sui tassi ufficiali. I rendimenti sono poi nettamente saliti in aprile e maggio, quando l'improvviso vigore del mercato del lavoro statunitense e i segnali provenienti dalla Federal Reserve hanno indotto gli operatori ad attendersi un aumento dei tassi ufficiali USA molto prima del previsto.

#### Curve dei rendimenti e aspettative

Tassi a più lungo termine insolitamente volatili ...

Le curve dei rendimenti nell'area dell'euro, in Giappone e negli Stati Uniti sono state contraddistinte da bassi tassi di interesse, da ripide inclinazioni tra le scadenze a breve e a lunga, nonché da un'alta volatilità dei tassi a più lungo termine (grafico VI.1). Il basso livello complessivo delle curve è ampiamente riconducibile alla pressione dei tassi ufficiali sul segmento a breve e alle attese di una loro permanenza su valori piuttosto contenuti per qualche tempo. Analogamente, le forti inclinazioni positive hanno rispecchiato il fatto che, considerato il basso livello corrente dei tassi, il ritorno a una situazione di normalità avrebbe reso necessari significativi rialzi. La caratteristica di maggior spicco delle curve è stata la volatilità dei rendimenti a più lungo termine, data



la relativa stabilità dei tassi ufficiali, specie dopo gli ultimi tagli effettuati nel giugno 2003 dalla BCE e dalla Fed (Capitolo II). La straordinaria esiguità dei tassi ufficiali è sembrata suscitare un'inconsueta incertezza riguardo alle connesse ricadute economiche e, quindi, all'evoluzione futura dei tassi di interesse.

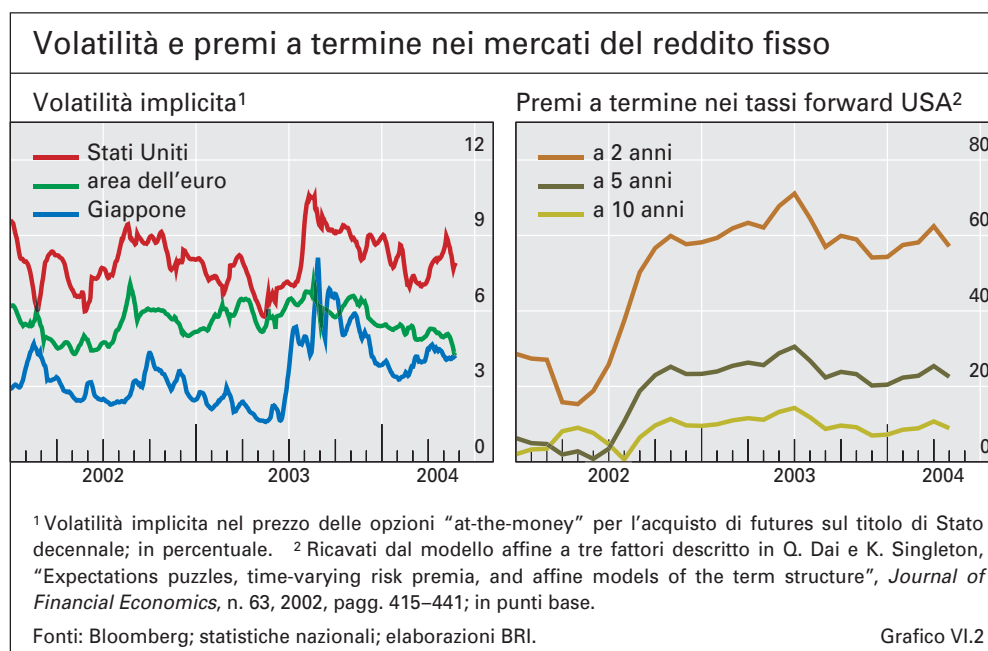
Nei mercati dove la banca centrale controlla il tasso di interesse a breve termine i rendimenti governativi intorno alle scadenze intermedie sono in genere influenzati soprattutto dalle opinioni degli operatori sul corso della politica monetaria. Tali opinioni si formano attraverso la valutazione delle condizioni macroeconomiche sottostanti e della possibile reazione delle autorità monetarie, e generano a loro volta aspettative sull'evoluzione dei tassi di interesse a breve e i premi a termine associati con l'incertezza insita in tali aspettative. Qualunque curva dei rendimenti implica curve a termine che tracciano l'evoluzione nozionale nel tempo dei tassi a breve, e i premi a termine marcano il divario tra questa traiettoria e quella effettiva dei tassi a breve attesa dagli operatori.

Nel periodo in esame i premi a termine USA sono stati elevati rispetto agli ultimi anni, anche se tendenzialmente stabili (grafico VI.2). Secondo quanto stimato da un modello affine a tre fattori della curva dei rendimenti, tali premi hanno toccato il massimo in prossimità della scadenza a due anni. Ciò indica che i rischi principali agli occhi degli operatori di mercato erano collegati non soltanto all'evoluzione dei tassi ufficiali nei mesi successivi, ma anche a quella su un orizzonte almeno biennale. Il premio a termine stimato per il tasso forward a due anni è rimasto stabile intorno ai 60 punti base, circa il triplo della media nel periodo 1988–2002.

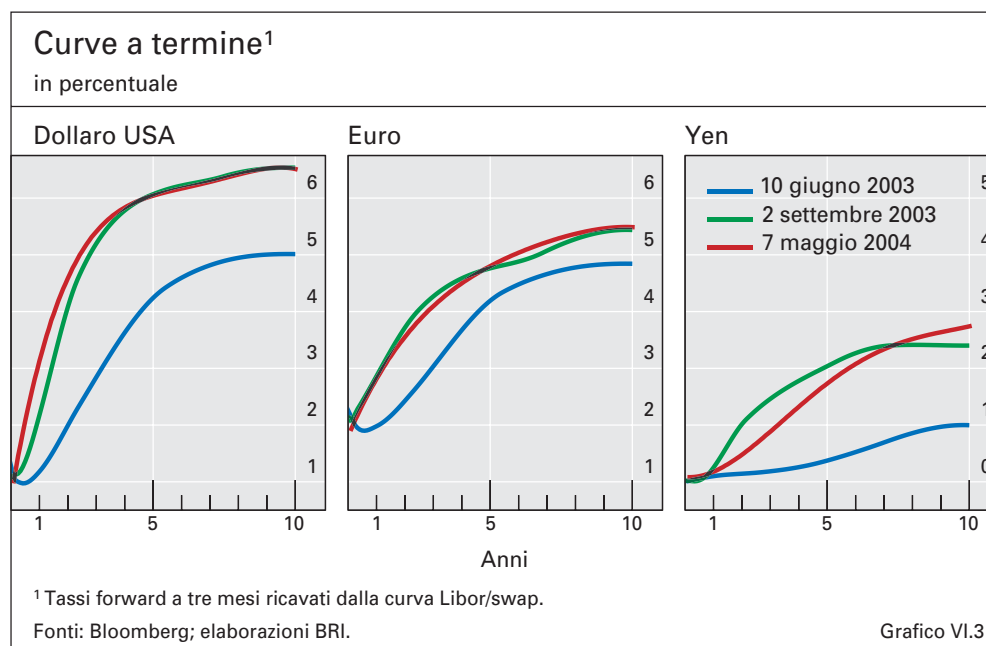
... anche se i premi a termine sono rimasti stabili

Nonostante la stabilità dei premi stimati, nel periodo sotto rassegna le curve a termine hanno subito notevoli spostamenti. Le oscillazioni sono state più pronunciate nel caso di Stati Uniti e Giappone; la curva dell'area dell'euro

Le oscillazioni dei rendimenti rispecchiano i mutamenti nelle aspettative







ha in genere seguito quella statunitense, ancorché in maniera più contenuta (grafico VI.3). Questi movimenti, e l'associata volatilità, sembrano ampiamente attribuibili a variazioni dei tassi futuri attesi. Ai primi di giugno 2003, quando era massimo il livellamento delle curve, il tasso forward USA a tre mesi si aggirava intorno al 2% sull'orizzonte biennale. Depurando questo dato dalla stima del premio a termine si ottiene l'indicazione di un aumento atteso dei tassi ufficiali oltre i due anni pari a meno di 25 punti base. A fine maggio 2004 il tasso a termine sui due anni era salito a circa il 4,6%, con una previsione di aumento di oltre 250 punti. Per quanto concerne l'orizzonte decennale, i movimenti dei tassi USA segnalavano una significativa erraticità delle opinioni degli operatori in merito al tasso obiettivo di inflazione della Federal Reserve. Analogamente, il netto incremento dei tassi a termine giapponesi sembrava indicare un maggiore ottimismo circa la futura uscita dalla deflazione.

#### *Ondata di vendite nell'estate 2003*

Un evento mondiale ...

Nel corso dell'estate 2003 sui mercati obbligazionari mondiali si è verificata un'ondata di vendite tra le più pronunciate della storia recente. I rendimenti sui titoli del Tesoro USA decennali sono balzati dal minimo del 3,1% di metà giugno a oltre il 4,4% di fine luglio. Il movimento, il più brusco avvenuto in un così breve lasso di tempo dal 1994, ha interessato quasi contemporaneamente tutti i più importanti mercati; nello stesso periodo, il rendimento decennale dell'obbligazione governativa giapponese è cresciuto di 50 punti base, superando lo 0,9%, e quello sul Bund tedesco di 70 punti base, al 4,2%. Anche i tassi swap sono saliti in misura significativa nelle maggiori economie, toccando un massimo agli inizi di settembre (grafico VI.3). Con tassi del mercato monetario ancorati a bassi livelli nelle tre principali economie, l'inclinazione delle curve dei rendimenti si è accentuata drasticamente.

... acuito dalla gestione del rischio ...

A guidare l'ondata di vendite nelle prime settimane sembra essere stato il mercato giapponese. La fredda accoglienza riservata all'asta di titoli di Stato

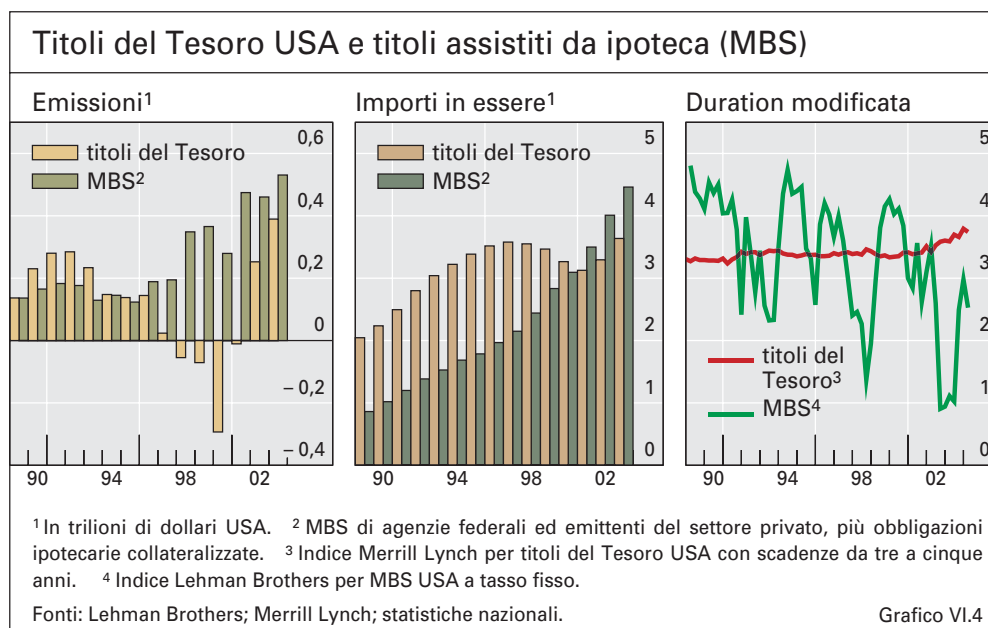
di metà giugno avrebbe indotto le banche nipponiche a realizzare le plusvalenze e gli hedge fund a vendere. Ne è scaturito un aumento della volatilità (grafico VI.2), che ha spinto gli investitori interni che tendono a ricorrere meccanicamente a tecniche quantitative di gestione del rischio, quali i modelli di "value-at-risk", ad adoperarsi attivamente per ridurre le esposizioni al rischio di tasso. Questa liquidazione di posizioni ha ulteriormente accentuato le dinamiche dei prezzi sui mercati dei titoli di Stato e degli swap in yen.

Gli annunci sulla politica monetaria USA sono stati il principale fattore che ha contribuito alla prosecuzione e al vigore dell'ondata di vendite estiva. Tanto la decisione della Federal Reserve a fine giugno di tagliare il tasso obiettivo meno del previsto, quanto l'audizione al Congresso resa dal suo Chairman a metà luglio sono state seguite da eccezionali incrementi dei tassi a lunga. Questi avvenimenti hanno modificato le aspettative secondo cui la banca centrale statunitense sarebbe ricorsa a strumenti non convenzionali per premunirsi contro il rischio di deflazione. In particolare, è stata considerata meno probabile la possibilità che la Federal Reserve acquistasse obbligazioni del Tesoro per tenere bassi i tassi a lungo termine; proprio la percezione di una siffatta eventualità aveva impresso slancio al mercato dei Treasuries dopo la riunione della banca centrale in maggio.

La copertura di titoli assistiti da garanzia ipotecaria ("mortgage-backed securities" – MBS) ha amplificato l'aumento dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA. A causa dell'opzione di rimborso anticipato incorporata negli MBS, i movimenti dei tassi di interesse determinano oscillazioni della durata finanziaria di questi titoli molto più ampie che non per la maggior parte degli altri strumenti a reddito fisso. In effetti, le misure della durata media finanziaria dell'indice MBS sono aumentate drasticamente durante l'estate del 2003, come era già accaduto nel 1994 e nel 1999 (grafico VI.4). Per coprire i rischi collegati ai portafogli di MBS, gli investitori sono stati perciò costretti a vendere altri strumenti con tasso a lungo termine, o ad assumere posizioni

... e provocato dal mutare delle aspettative

La copertura di MBS amplifica l'ondata di vendite



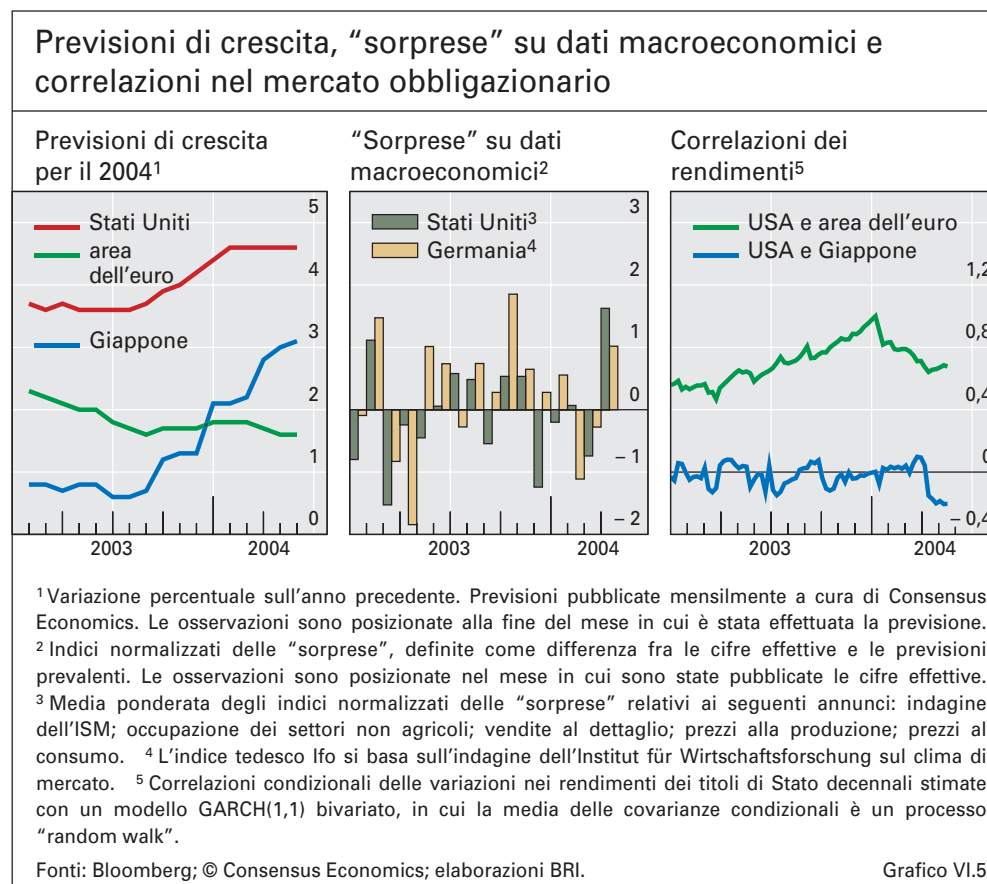
corte con pari scadenza, esercitando un'ulteriore pressione al rialzo sui tassi di mercato.

L'attività di copertura sembra avere avuto sui rendimenti del mercato a pronti un impatto più ampio e profondo che in episodi precedenti. Una ragione di ciò va ricercata nella notevole crescita, in termini sia relativi sia assoluti, del comparto statunitense degli MBS. Dal 1995 esso è raddoppiato per dimensioni, divenendo il più grande mercato del reddito fisso al mondo: a fine dicembre 2003 le consistenze in essere di MBS ammontavano a non meno di \$4,5 trilioni, contro i \$3,6 trilioni dello stock di titoli del Tesoro USA (grafico VI.4).

### Mutevoli correlazioni tra i mercati obbligazionari

Per gran parte del periodo tra l'ottobre 2003 e il marzo 2004 i rendimenti delle tre aree economiche principali si sono tutti stabilizzati su livelli leggermente inferiori. La divergenza tra area dell'euro e Stati Uniti in termini di crescita prospettica e dinamica delle "sorprese" negli indicatori economici non ha impedito ai rendimenti a lungo termine delle due aree di procedere in sintonia per gran parte del periodo. Le correlazioni tra le variazioni dei rendimenti sono cresciute a livelli eccezionalmente alti fino alla primavera 2004 (grafico VI.5). Per contro, benché le tendenze generali dei rendimenti sui titoli del governo giapponese abbiano ricalcato quelle dei mercati USA, le correlazioni dei movimenti giornalieri e settimanali tra rendimenti nipponici e rendimenti europei o statunitensi si sono sempre mantenute piuttosto basse.

I rendimenti di Stati Uniti e area dell'euro si muovono in sintonia nel 2003 ...



Le cessioni del secondo trimestre 2004 si sono accompagnate a un visibile allontanamento tra i mercati obbligazionari statunitensi e quelli dell'area dell'euro. In questa occasione l'aumento dei rendimenti non è stato provocato dal mutare delle aspettative riguardo all'uso di strumenti non convenzionali da parte della Federal Reserve, bensì dai positivi dati macroeconomici che hanno anticipato le attese di una stretta monetaria. I rendimenti USA sono aumentati nettamente, mentre quelli dell'area dell'euro in misura solo modesta, in quello che sembra esser stato un tardivo riconoscimento – da parte degli operatori – del fatto che la crescita in Europa procedeva a rilento rispetto agli Stati Uniti.

... ma si discostano in occasione dell'ondata di vendite nel 2004

#### *Accumulo di riserve ufficiali*

Secondo numerosi operatori, gli sforzi dei governi asiatici per contrastare l'aprezzamento delle loro valute rispetto al dollaro avrebbero esercitato pressioni al ribasso sui rendimenti dei titoli pubblici statunitensi durante questo periodo. È viceversa certo che l'accumulo di riserve da parte delle banche centrali asiatiche è accelerato nella seconda metà del 2003, proseguendo nel primo trimestre di quest'anno (Capitolo V). Poiché le riserve asiatiche sono rappresentate in ampia misura da attività in dollari USA, si è comunemente concluso che gli acquisti delle banche centrali asiatiche hanno costituito un nuovo e importante fattore dal lato della domanda di titoli del Tesoro statunitensi.

Non è tuttavia agevole comprovare l'entità dell'effetto diretto sui prezzi di questa nuova fonte di domanda. Una regressione semplice delle variazioni settimanali dei rendimenti dei titoli pubblici USA sulle variazioni settimanali delle riserve ufficiali detenute in custodia presso la Federal Reserve Bank of New York rivela una relazione statisticamente significativa solo per periodi limitati nei dodici mesi fino al primo trimestre 2004, nonostante il continuo accumulo di riserve da parte delle banche centrali asiatiche. Anche i risultati di test più precisi mirati a determinare gli effetti di annuncio prodotti sui rendimenti dalle notizie relative agli acquisti asiatici non sono univoci. L'annuncio settimanale del giovedì sulle disponibilità in custodia non sembra aver influito sui redditi dei titoli del Tesoro.

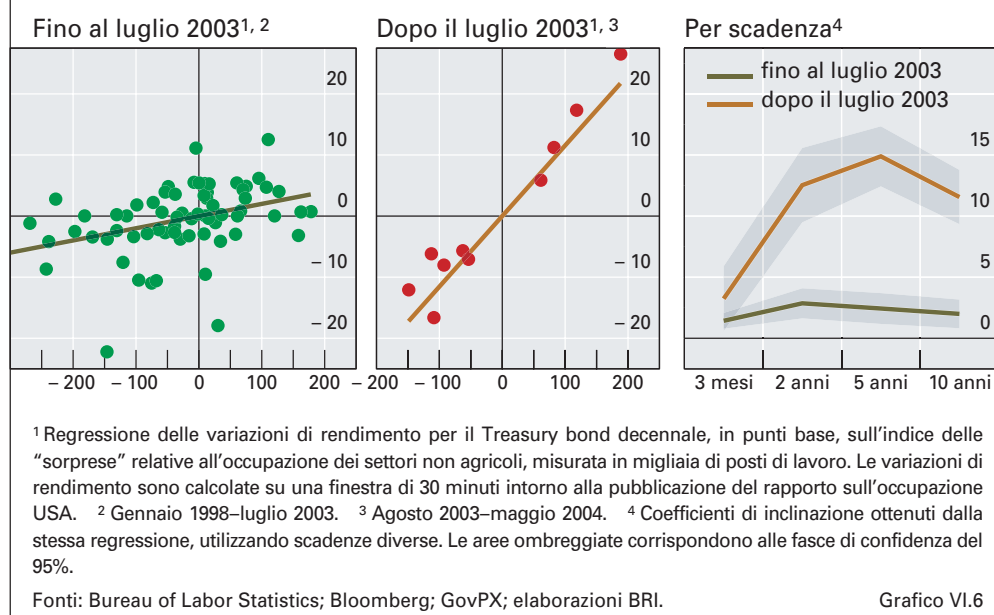
Impatto incerto dell'accumulo di riserve in Asia sui rendimenti

#### *Occupazione dei settori non agricoli e rendimenti obbligazionari USA*

Il sorprendente ristagno del mercato del lavoro statunitense è stato il principale fattore alla base dei modesti livelli dei tassi di interesse nei primi mesi del 2004. In questo periodo l'attenzione degli operatori è sembrata fissarsi sulla mancata creazione di posti di lavoro negli Stati Uniti in una fase di ripresa economica altrimenti sostenuta. Si è diffusa la sensazione che la Federal Reserve non avrebbe aumentato i tassi fino a quando il recupero non si fosse esteso al mercato del lavoro. Nei primi tre mesi di quest'anno ogni rapporto che indicava una crescita dell'occupazione nei settori non agricoli inferiore alle previsioni ha provocato un netto calo dei rendimenti pubblici. In aprile, viceversa, l'annuncio a sorpresa di un aumento insolitamente forte (oltre 300 000 nuovi impieghi) ha immediatamente innalzato il rendimento decennale USA di oltre 20 punti base, e un altro dato positivo in maggio ha sospinto i rendimenti al disopra dei massimi del 2003.

La Fed è parsa focalizzare l'attenzione sul mercato del lavoro ...

## Impatto sui rendimenti dei titoli del Tesoro USA delle "sorprese" relative all'occupazione nei settori non agricoli



... e i mercati obbligazionari hanno reagito agli annunci mensili sull'occupazione

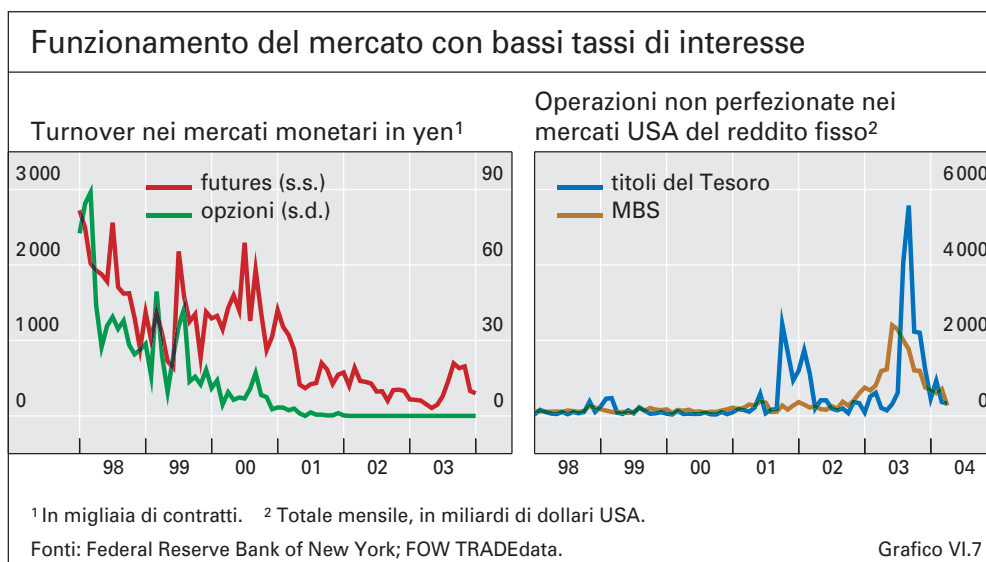
Sebbene i rendimenti dei titoli del Tesoro USA abbiano sempre reagito ai rapporti mensili sull'occupazione più che a ogni altro annuncio periodico sull'economia statunitense, tale reattività sembra essere ancora aumentata dopo il rialzo dei rendimenti obbligazionari nell'estate scorsa. Tra il gennaio 1998 e il luglio 2003 una comunicazione inattesa di 100 000 nuovi posti di lavoro produceva un effetto medio di annuncio di 2 punti base sul rendimento a cinque anni. Da allora, tuttavia, l'impatto di siffatte "sorprese" è salito a un livello medio di 12 punti base (grafico VI.6).

Un'ulteriore anomalia del periodo recente è che gli annunci a sorpresa sull'occupazione USA hanno avuto l'impatto maggiore sui titoli pubblici quinquennali anziché su quelli biennali come accadeva in passato. Una possibile spiegazione è che le oscillazioni dei tassi indotte da tali annunci potrebbero aver intensificato l'attività di copertura degli MBS, che prevede solitamente l'impiego di obbligazioni (e swap) con durata finanziaria più lunga. Un'altra possibilità, suffragata da alcune evidenze empiriche, è che la ripida inclinazione della curva dei rendimenti durante il periodo abbia innalzato la domanda di titoli a medio e a lungo termine da parte di investitori orientati su operazioni più speculative di "carry trade" (per una trattazione delle strategie di negoziazione sul reddito fisso, si veda il Capitolo VII), accrescendo così rispetto al passato la sensibilità dei titoli del Tesoro USA a lunga scadenza ai mutamenti delle aspettative sui tassi a breve.

### *Funzionamento dei mercati in un contesto di bassi tassi di interesse*

Turnover in calo per i derivati in yen ...

A livello puramente tecnico, il contesto di bassi tassi ufficiali nominali si è associato a problemi nel funzionamento del mercato durante il periodo sotto rassegna. Ad esempio, in Giappone i tassi a breve in yen si sono attestati sullo zero dacché la Bank of Japan ha avviato la sua politica di allentamento



quantitativo nel marzo 2001. Da allora, il turnover in futures e opzioni del mercato monetario in yen è fortemente calato, al punto che taluni contratti e segmenti accessori sono pressoché scomparsi (grafico VI.7). Quando i tassi a breve finiranno per spostarsi su livelli significativamente superiori allo zero, l'infrastruttura a sostegno del processo di ricerca del prezzo sui mercati monetari in yen potrebbe rivelarsi limitata, ed è probabile che l'illiquidità del mercato renda più difficile l'aggiustamento degli operatori alla cessazione della politica di "tasso zero".

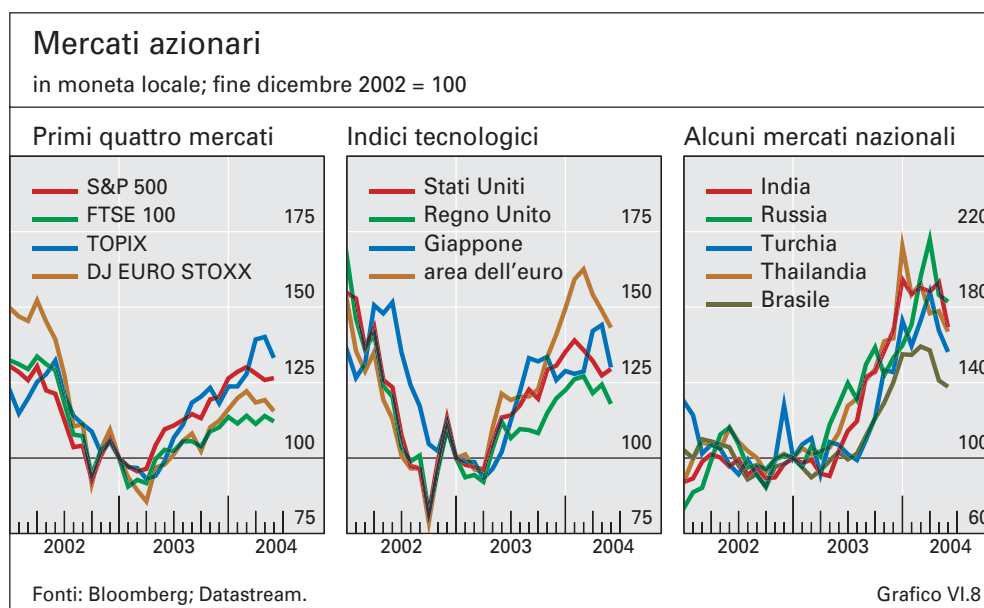
Il basso livello dei tassi nominali ha creato disfunzioni anche nei mercati USA del reddito fisso, dove il numero di "fail", ossia transazioni non perfezionate, è cresciuto notevolmente in luglio e agosto 2003. Tale fenomeno può originare da difficoltà operative nella consegna dei titoli, come accaduto in occasione degli eventi dell'11 settembre 2001, ma la sua probabilità aumenta in un contesto di bassi tassi di interesse, poiché questi riducono il costo-opportunità della minore remunerazione risultante dalla mancata consegna del collaterale in un'operazione pronti contro termine. Assieme alla volatilità del mercato, che ha incrementato la domanda di titoli in prestito da vendere allo scoperto, i bassi tassi hanno contribuito al picco di "fail" registrato verso la fine dell'estate. Inoltre, a differenza del 2001, sono aumentate nettamente le mancate consegne di MBS, oltre che di titoli del Tesoro statunitense. Tuttavia, dopo l'introduzione a metà settembre della "consegna garantita" su talune particolari transazioni PcT, quotate spesso a tassi di interesse negativi, si è assistito a un netto calo sia dei mancati regolamenti che nella tensione del mercato.

... e aumento delle transazioni non perfezionate nei mercati USA del reddito fisso

## Mercati azionari e propensione al rischio

Il recupero dei mercati azionari su scala mondiale ha segnato la fine della fase ribassista durata tre anni. Dall'inizio di questa fase nell'aprile 2000, le borse mondiali avevano perso \$13 trilioni in termini di capitalizzazione. I rialzi hanno preso avvio nel marzo 2003, proseguendo senza sosta per un anno. Nei dodici

Fine della lunga fase ribassista ...



mesi fino a marzo 2004 i listini avevano recuperato \$10 trilioni di quella perdita. Fra le principali economie, il mercato europeo ha registrato l'espansione maggiore: il DJ EURO STOXX ha guadagnato ben il 52% in termini di valuta locale (grafico VI.8). Anche le borse di New York e Tokyo hanno segnato progressi eccezionali: gli indici S&P 500 e TOPIX sono cresciuti rispettivamente del 37 e del 43%. Fra le performance migliori a livello di mercati nazionali si segnalano Brasile, India, Russia, Thailandia e Turchia, dove i listini hanno fatto registrare aumenti superiori al 100% in termini di valuta locale. A guidare il rialzo è stato il settore tecnologico, lo stesso che aveva trascinato i mercati al ribasso. L'ascesa è terminata soltanto nel mese di aprile di quest'anno, quando gli investitori in tutto il mondo hanno improvvisamente cominciato a preoccuparsi per un possibile aumento dei tassi ufficiali USA.

La fase rialzista mondiale ha avuto inizio con un aumento della propensione al rischio degli investitori, che ha ridotto i premi richiesti a fronte del rischio azionario. Essa ha poi acquistato slancio con il miglioramento delle prospettive per gli utili societari, a loro volta incoraggiate dalle informazioni su singole imprese e sull'economia globale nel suo complesso. Il recupero delle borse pare essersi arrestato bruscamente, così come era iniziato. La propensione al rischio ha cessato di aumentare, e quelle che in circostanze normali sarebbero state notizie positive sul mercato del lavoro USA sembrano aver sortito l'effetto opposto. La caduta dei mercati sarebbe da attribuirsi al fatto che le notizie sono state associate soprattutto a un più rapido approssimarsi della stretta monetaria; ciò conferma l'importanza della strategia di correzione dell'indirizzo accomodante della Federal Reserve (Capitolo IV).

#### *Ruolo delle grandezze fondamentali*

Così come nell'aprile 2000 non vi erano state importanti novità nell'andamento dei fondamentali dell'economia che potessero spiegare perché il collasso dei mercati azionari globali fosse avvenuto in quel momento, lo stesso si può dire del recupero di quasi tre anni dopo. I rialzi sono cominciati il 12 marzo

... con un'impen-  
nata della  
propensione al  
rischio ...

... ma in assenza di  
notizie economiche  
che spieghino la  
svolta

2003, un'intera settimana prima dello scoppio del conflitto in Iraq. Inizialmente gli investitori azionari parevano guidati non tanto da considerazioni sulle conseguenze economiche della guerra, quanto dall'aspettativa che l'evoluzione dei mercati ricalcasse quella del gennaio 1991, quando i corsi azionari segnarono un netto progresso all'avvio della guerra del Golfo. Scontando una simile impennata, nel marzo 2003 essi hanno cominciato ad acquistare senza aspettare l'inizio delle ostilità. L'ascesa è continuata ai primi di aprile, poiché gli sviluppi lasciavano presagire una rapida conclusione del conflitto, e gli investitori avvertivano un calo del rischio geopolitico. Solo verso la fine del mese, quando alcune società hanno reso noti i favorevoli risultati di gestione, i mercati sono tornati a focalizzare l'attenzione sull'andamento dell'economia.

L'orientamento monetario espansivo delle principali banche centrali ha senz'altro contribuito alla crescita delle quotazioni azionarie, ma il suo impatto è stato avvertito soltanto con molto ritardo. L'ultimo ciclo di allentamenti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti è cominciato agli inizi del 2001. In Giappone il periodo di "allentamento quantitativo" con il ritorno dei tassi di interesse a livello zero era iniziato nel marzo 2001. Pertanto, sono occorsi circa due anni affinché i bassi tassi di interesse esercitassero il loro consueto effetto sui mercati azionari. Per contro, nel 1991 e nel 1995 le fasi ascendenti delle borse USA erano intervenute rispettivamente a circa tre mesi ed entro un mese dall'inizio delle riduzioni dei tassi ufficiali da parte della Federal Reserve. Quest'anno la semplice aspettativa di un aumento dei tassi ufficiali sembra esser bastata a porre fine alla più recente ascesa dei listini.

Effetto ritardato del basso livello dei tassi ufficiali

Nel 2003 il ruolo delle informazioni sui fondamentali è stato soprattutto quello di ratificare il clima di ottimismo che i mercati azionari sembravano aver già scontato. Analoghi sprazzi di euforia nei due anni precedenti non erano stati giustificati *ex post* dal sopraggiungere di notizie positive. Durante la lunga fase ribassista vi erano state diverse "false partenze", specie tra l'aprile e il maggio 2001 e di nuovo a ottobre–novembre 2002, quando alcune brusche impennate erano state stroncate dalla mancanza di riscontri certi riguardo a utili societari e ripresa economica. Nel 2003, invece, i dati favorevoli non sono mancati e l'ascesa è stata vigorosa.

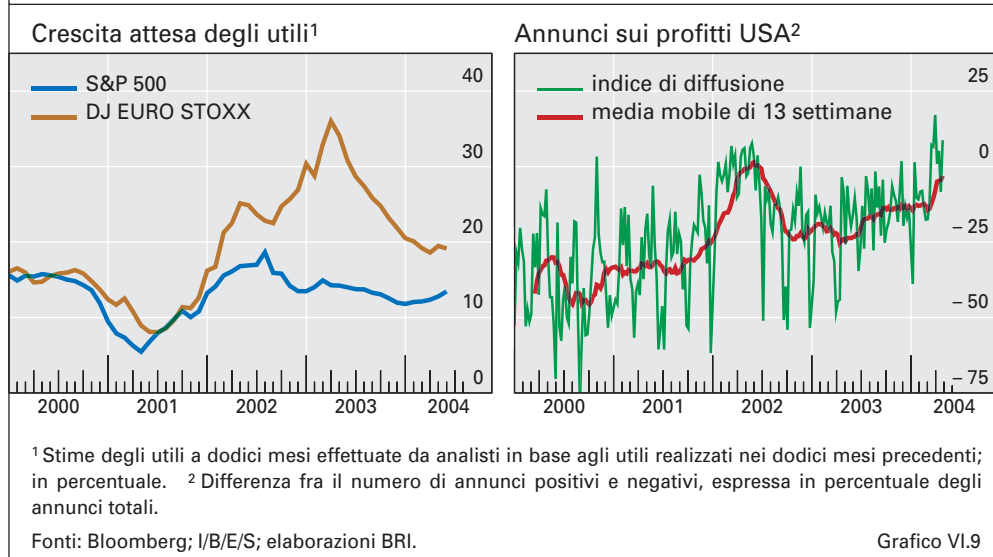
Dopo alcune "false partenze" ...

I dati a conferma della fondatezza dell'ottimismo degli investitori sono provenuti anzitutto dalle incoraggianti segnalazioni degli utili di imprese statunitensi ed europee, nonché dagli annunci sull'attività reale aggregata in Giappone. Negli Stati Uniti i profitti di primarie società hanno cominciato a superare sistematicamente le attese nell'aprile 2003. In Europa, mentre gli analisti andavano rivedendo al ribasso le stime sulla crescita degli utili per l'insieme del settore societario (grafico VI.9), gli investitori sembrano essersi focalizzati sui rapporti positivi di imprese tecnologiche, banche e compagnie assicurative. Tanto negli Stati Uniti quanto in Europa le società stesse sono rimaste prudenti circa la robustezza della ripresa. Nelle loro segnalazioni esse hanno fornito anche valutazioni prospettive dei profitti, e le previsioni negative hanno continuato a superare quelle positive. Nondimeno, gli investitori hanno evidentemente dato più peso agli annunci favorevoli di imprese quali AOL, Cisco e Microsoft negli USA e Nokia, Philips e Siemens in Europa. Dati macroeconomici inaspettatamente buoni hanno contribuito in Giappone a un

... gli investitori reagiscono agli annunci ottimistici



## Crescita degli utili e annunci sui profitti



incremento del TOPIX di quasi il 20% tra giugno e agosto; bruschi aumenti dei corsi hanno fatto seguito alla pubblicazione dell'indagine *Tankan* il 4 luglio e ai dati sul PIL per il secondo trimestre il 12 agosto. Alla fine di quel mese le previsioni di crescita per Giappone e Stati Uniti venivano corrette verso l'alto.

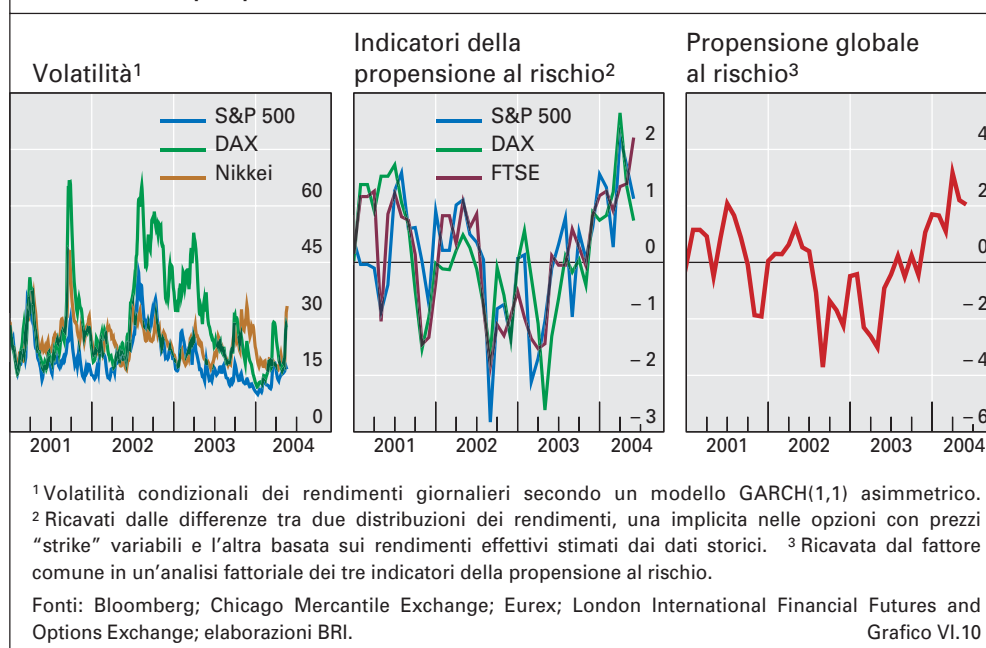
### *Ruolo della propensione al rischio degli investitori*

Il prolungato declino dei premi di rischio azionario ha svolto un ruolo importante nella ripresa dei mercati globali. Questi premi rispecchiano sia i *rischi sottostanti* percepiti dagli investitori sia i *prezzi* che a tali rischi vengono attribuiti. Nel periodo sotto rassegna il rischio percepito ha avuto la tendenza a calare. In termini di volatilità dei rendimenti, il rischio azionario aveva subito un'impennata all'indomani degli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 (grafico VI.10, diagramma di sinistra). La volatilità era cresciuta nuovamente a fine giugno 2002, in concomitanza con le rivelazioni sulla rettifica degli utili di WorldCom, e ancora agli inizi del 2003, nel periodo precedente lo scoppio del conflitto in Iraq. Da allora, essa è rimasta su livelli relativamente moderati.

Benché intervenuta in un contesto di rischi sottostanti generalmente bassi e decrescenti, la fase rialzista dei mercati azionari globali iniziata nel marzo 2003 sembrerebbe ampiamente ascrivibile allo straordinario aumento della propensione al rischio degli investitori e, pertanto, al corrispondente calo del prezzo assegnato a tale rischio. Un indicatore di questa mutevole percezione del rischio sui diversi mercati può essere ricavato dal costo delle opzioni su indici azionari. Esso si basa sull'assunto che gli investitori siano disposti a pagare di più per un'opzione che li protegga da una variazione di prezzo sfavorevole che non per un'opzione con cui possano guadagnare da una variazione favorevole di pari probabilità. La disponibilità a pagare tale protezione cambia nel tempo a seconda dei mutamenti nella propensione al rischio. Così misurata, quest'ultima tende a muoversi in sintonia nei vari mercati (grafico VI.10, diagramma centrale). È pertanto possibile ricavare un metro

Le opzioni su indici azionari segnalano un aumento della propensione al rischio ...

## Volatilità e propensione al rischio nei mercati azionari



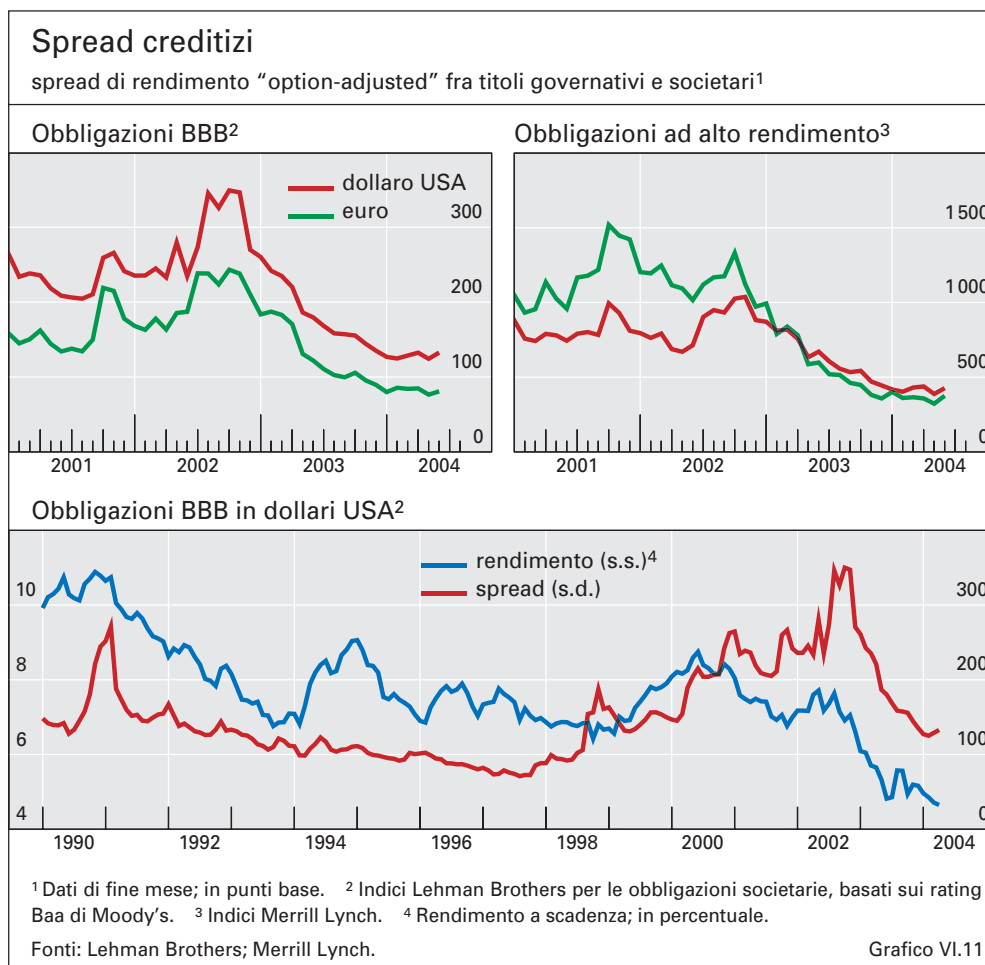
della propensione globale al rischio dai comovimenti dei diversi indicatori. Secondo le stime ottenute in base alle opzioni sugli indici S&P 500, DAX e FTSE, essa ha cominciato a salire nel marzo 2003 prima dello scoppio della guerra in Iraq, continuando a crescere per il resto del periodo (grafico VI.10, diagramma di destra). In ragione di questo andamento, a febbraio di quest'anno i premi al rischio azionario si sarebbero ridotti al punto da rendere i mercati relativamente vulnerabili a eventi avversi.

Risulta difficile prevedere i tipi di eventi che incidono sulla tolleranza al rischio. Dal 2001 a oggi, il più importante di essi è certamente stata la rettifica degli utili da parte di WorldCom a metà del 2002. L'escalation precedente la guerra in Iraq agli inizi del 2003 ha anch'essa svolto un ruolo rilevante e gli attacchi terroristici di Madrid nel marzo di quest'anno hanno probabilmente condizionato le reazioni del mercato a notizie successive. Per converso, i problemi di Parmalat verso la fine del 2003 non sembrano aver avuto conseguenze degne di nota. Gli annunci macroeconomici, come la diffusione delle cifre sull'occupazione nei settori non agricoli statunitensi, hanno influito sui mercati dei titoli di Stato, senza peraltro avere effetti palesi sulla propensione al rischio azionario.

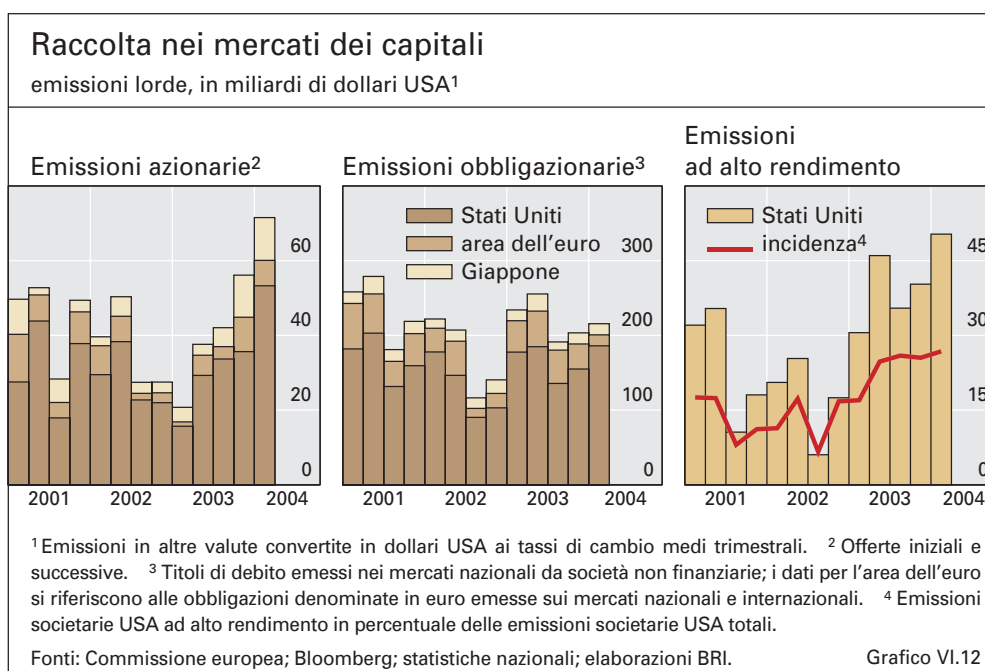
... che è condizionata da eventi insoliti

## Mercati delle obbligazioni societarie e rischio di credito

Così come nei mercati azionari, anche in quelli del credito un miglioramento dei fondamentali e una rinnovata propensione al rischio degli investitori hanno contribuito a uno straordinario recupero della fiducia a partire da ottobre 2002. Nell'anno e mezzo fino a maggio 2004 sul mercato del dollaro USA gli spread tra obbligazioni societarie quotate BBB e titoli pubblici si sono ristretti di oltre 200 punti base, a 130, un livello superiore di appena 50 punti



al minimo toccato nel luglio 1997, verso la fine del precedente ciclo creditizio (grafico VI.11). Nel contempo sono fortemente aumentate le emissioni, specie di titoli a più basso rating (grafico VI.12).



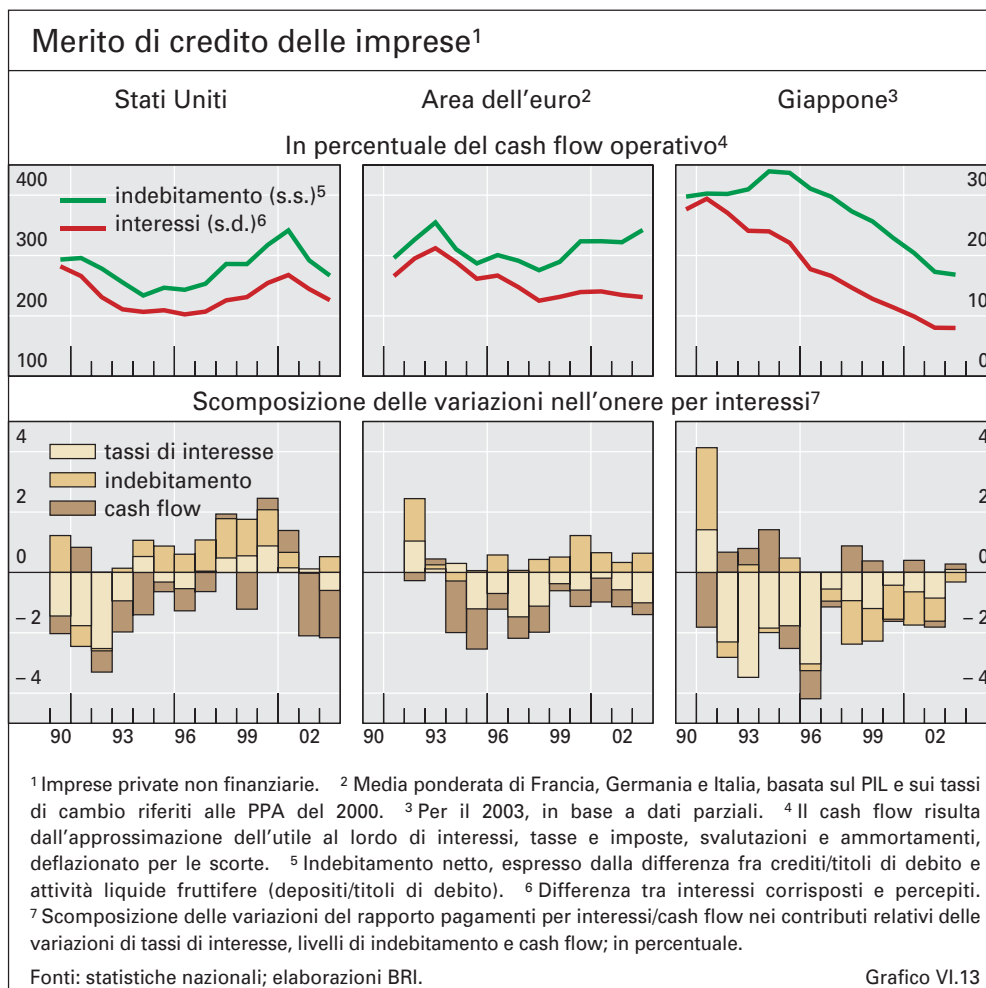
### Miglioramento delle grandezze fondamentali

La corsa al rialzo dei mercati obbligazionari è stata incoraggiata dai segnali di un miglioramento nella qualità creditizia del settore societario. La frequenza di inadempienze e abbassamenti del rating, che tra il 1998 e il 2001 era costantemente aumentata, è diminuita in modo netto nel 2003. Il numero di inadempienze di imprese non finanziarie a livello mondiale è sceso dal massimo di 184 nel 2001 a 77 nel 2003. Sebbene nel 2003 i declassamenti di società USA abbiano ancora superato gli innalzamenti decretati da Standard & Poor's, la loro percentuale è scesa dall'82% nel 2002 al 74%. In Giappone gli innalzamenti hanno superato di un ristretto margine le correzioni al ribasso.

Negli Stati Uniti il recupero della redditività delle imprese ha contribuito a un marcato calo nell'incidenza degli esborsi per interessi sul cash flow – una misura comunemente utilizzata quale indicatore di difficoltà societarie (grafico VI.13). Se nel precedente periodo di riduzione della leva finanziaria agli inizi degli anni novanta tale rapporto era sceso principalmente grazie ai minori tassi di interesse, nel 2001–03 ha contribuito al suo calo soprattutto un aumento del cash flow operativo, mentre in confronto il contributo dei tassi non è stato significativo. I risparmi realizzati grazie alla riduzione dei tassi di interesse sono stati ampiamente controbilanciati dagli effetti prodotti dallo spostamento verso passività a più lungo termine. Per il terzo anno

Segnali di un miglioramento della qualità creditizia ...

... in particolare negli Stati Uniti ...



consecutivo, nel 2003 le imprese si sono rivolte ai mercati obbligazionari per il rifinanziamento di crediti bancari a breve termine e di commercial paper, riducendo così la propria vulnerabilità alle variazioni di tasso. Alcune società hanno approfittato del rialzo dei mercati azionari per abbassare i propri indici di indebitamento attraverso la raccolta di nuovo capitale di rischio (grafico VI.12). Lo stock di debiti societari in rapporto al cash flow è sceso a un livello prossimo alla media degli anni novanta, pur continuando a salire in termini assoluti.

... e in Giappone

Contrariamente a quanto avvenuto negli Stati Uniti, in Giappone il rimborso di passività da parte delle imprese non finanziarie ha superato per l'ottavo anno consecutivo i nuovi prestiti contratti. Di conseguenza, l'onere per interessi delle società nipponiche è rimasto eccezionalmente basso, a un livello di oltre 20 punti percentuali inferiore al picco del 1991. Mentre i minori tassi di interesse erano stati il principale fattore alla base del calo nel rapporto tra pagamenti per interessi e cash flow durante lo scorso decennio, essi hanno avuto un impatto limitato nel 2003.

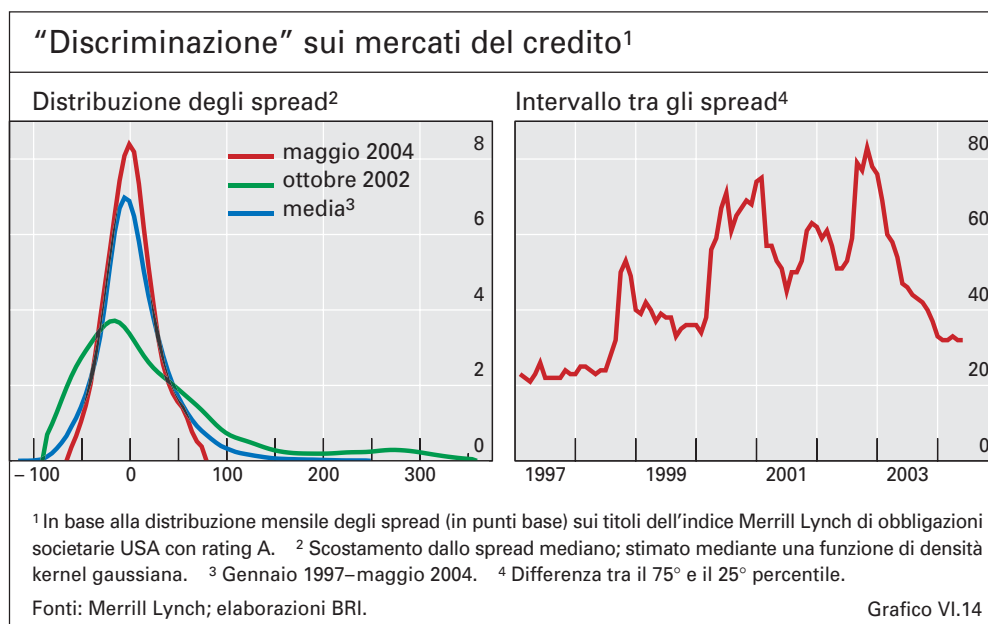
Più lenta riduzione della leva finanziaria in Europa

Rispetto a quelle di altre regioni, le imprese europee hanno accusato ritardi nell'aggiustamento dei bilanci. Nonostante i passi in avanti compiuti in alcuni settori, e in particolare nelle telecomunicazioni, la crescita dell'indebitamento nell'area dell'euro ha continuato a superare quella dell'autofinanziamento nel 2003, in parte perché la ripresa macroeconomica è rimasta fiacca. Specie in Germania vi sono state poche evidenze di una riduzione del grado di leva. Il calo dei tassi ha controbilanciato l'impatto del maggiore indebitamento, cosicché i pagamenti per interessi sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al cash flow. Tuttavia, gli elevati livelli del passivo hanno lasciato le imprese dell'area dell'euro più esposte a un aumento dei costi del finanziamento di quanto non lo siano le società in altre regioni. Nonostante i più lenti progressi delle imprese europee verso il risanamento dei bilanci, gli spread sulle obbligazioni societarie in euro hanno seguito da vicino quelli su analoghi titoli in dollari, restringendosi di 160 punti base tra ottobre 2002 e maggio 2004 (grafico VI.11).

#### *Aumento della propensione al rischio*

Con l'emergere di segnali di un miglioramento nella qualità creditizia i premi di rischio richiesti per le obbligazioni societarie sono scesi dagli elevati livelli toccati a metà 2002. All'epoca, il caso WorldCom aveva reso gli investitori più cauti nei confronti dei titoli a rischio di declassamento e li aveva sensibilizzati sulla diffusa presenza di irregolarità nel governo societario. La tiepida reazione degli investitori a eventi creditizi negativi nel 2003 è la riprova di un mutamento del clima di fiducia nel periodo sotto rassegna. Il dissesto del conglomerato alimentare italiano Parmalat in dicembre avrebbe potuto innescare una massiccia ondata di vendite; le perdite per gli obbligazionisti potrebbero aver superato quelle subite dai creditori di Enron o persino di WorldCom. In questa occasione il contagio è stato limitato e di breve durata, poiché il calo nell'incidenza delle inadempienze e dei declassamenti ha contribuito a rassicurare gli investitori del fatto che la vicenda Parmalat e altri eventi creditizi negativi costituivano casi isolati.

Verso la fine del 2003 gli investitori si mostravano disposti ad assumere un maggiore rischio di credito, apparentemente a prescindere dalle probabilità



di inadempienza sottostanti. Il basso livello dei rendimenti nominali ha dirottato investitori di norma prudenti verso obbligazioni con rendimento più elevato, sia societarie che dei mercati emergenti (si veda oltre). Questa tendenza è stata particolarmente evidente nel comparto del debito societario “high-yield”, dove la domanda ha sospinto i prezzi nonostante il forte aumento dell’attività di emissione (grafici VI.11 e VI.12). Nella seconda metà del 2003 e agli inizi del 2004 i collocamenti di mutuatari con rating BB o inferiore rappresentavano oltre un quarto delle emissioni obbligazionarie totali delle imprese negli Stati Uniti, una quota doppia rispetto al biennio 2001–02.

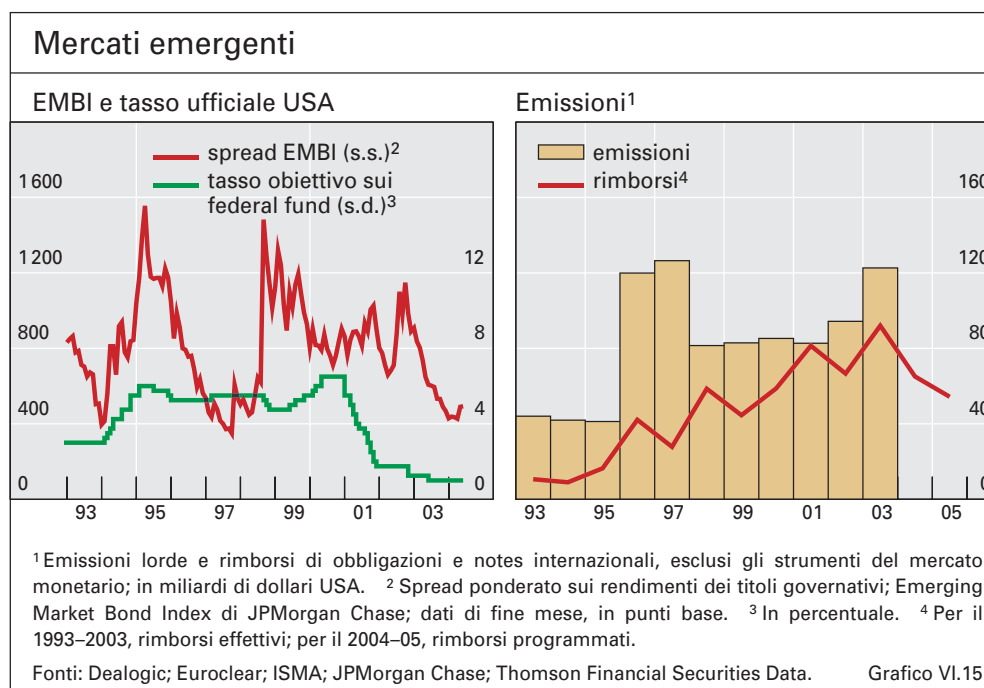
A riconferma della propensione al rischio degli investitori alla ricerca di rendimento, la distribuzione dei differenziali creditizi applicati agli emittenti di una data classe di rating indica che nei mercati obbligazionari vi è stata minore discriminazione (grafico VI.14). Contrariamente all’ottobre 2002, quando gli investitori avevano operato un’attenta selezione all’interno delle singole classi di rating tra le società a rischio di declassamento e quelle considerate più sicure, agli inizi del 2004 gli spread si erano maggiormente addensati. Nel caso dei prenditori con rating A, ad esempio, le code della distribuzione erano molto più corte che nell’ottobre 2002 o persino rispetto alla media di più lungo periodo. Inoltre, la dispersione degli spread (misurata dalla distribuzione delle differenze tra il 75° e il 25° percentile) ha toccato il livello minimo da metà 1998. Essa è nondimeno rimasta al disopra dei valori osservati nel 1997 e nella prima metà del 1998, quando presso gli investitori a reddito fisso avevano riscosso notevole successo strategie con un aggressivo grado di leva volte a trarre profitto dalle anomalie percepite nei differenziali creditizi.

La ricerca di rendimento spinge gli spread verso il basso ...

... e riduce la selettività

## Finanziamento esterno dei mercati emergenti

I mercati emergenti sono stati tra i maggiori beneficiari del migliorato contesto macroeconomico globale e del concomitante aumento della propensione al



rischio degli investitori. I differenziali sulle obbligazioni in dollari dell'area emergente si sono ridotti di oltre 500 punti base tra l'ottobre 2002 e il gennaio 2004. Nell'aprile di quest'anno vi sono state brusche cessioni, ma a maggio gli spread erano ancora prossimi ai minimi raggiunti a metà 1997 (grafico VI.15). Nello stesso tempo, le emissioni obbligazionarie dei mercati emergenti sono salite al livello più alto dal 1997. I mutuatari con minore merito di credito sono stati particolarmente attivi: tra il 2002 e il 2003 i collocamenti di prenditori con rating pari o inferiore a B, compresi Brasile e Turchia, sono saliti dal 18 al 33% del totale dei mercati emergenti. Persino soggetti sovrani che di recente si erano resi inadempienti su parte del debito estero – nella fattispecie, Indonesia e Pakistan – hanno trovato investitori pronti ad acquistare le loro nuove emissioni internazionali.

#### *Vulnerabilità a mutamenti nelle condizioni di finanziamento*

Se da un lato tali sviluppi sono stati chiaramente favoriti dalla ricerca di rendimento, dall'altro il calo degli spread è stato altresì assecondato da un miglioramento delle grandezze fondamentali in molti paesi. Lo scorso anno, per la prima volta dal 1996, gli innalzamenti dei rating applicati da Standard & Poor's ai paesi emergenti hanno sopravanzato i declassamenti. Il caso più spettacolare è stata la promozione della Russia al grado di qualità bancaria da parte di Moody's nell'ottobre 2003, a poco più di cinque anni dall'insolvenza del paese su gran parte delle sue obbligazioni. Gli spread sul debito in dollari della Russia si erano già ristretti ai livelli di "investment grade" oltre un anno prima dell'innalzamento del rating, e verso la fine del 2003 si attestavano su valori analoghi a quelli di numerosi prenditori sovrani quotati A.

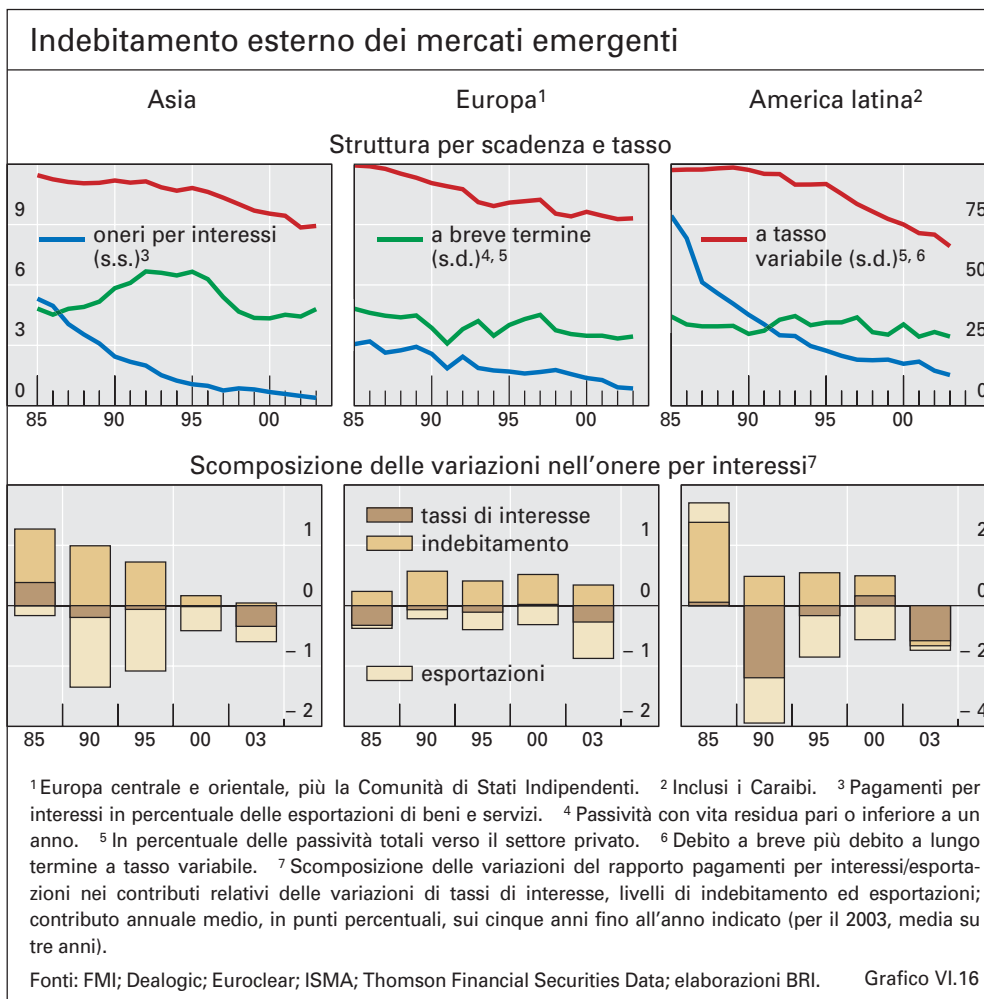
Molti paesi emergenti sono oggi meno vulnerabili che in passato a mutamenti nelle condizioni di finanziamento sui mercati internazionali. Contrariamente agli inizi degli anni ottanta, quando vari paesi pesantemente

Miglioramento  
dei fondamentali  
in molti mercati  
emergenti

indebitati si resero inadempienti, o al 1994, quando il Messico fronteggiò gravi difficoltà finanziarie, è poco probabile che un aumento dei tassi ufficiali nelle maggiori economie inneschi una crisi nell'area emergente. Nondimeno, i prenditori di quest'area restano esposti al rischio di tasso di interesse. Il forte calo dei tassi ufficiali USA nel periodo 2001-03 ha contribuito a ridurre l'onere per interessi più di quanto abbiano fatto le variazioni nel livello di indebitamento o la crescita delle esportazioni, soprattutto in America latina (grafico VI.16). Tuttavia, gli squilibri esterni sono oggi meno importanti e le riserve valutarie ufficiali più elevate che nei precedenti periodi di inasprimento delle condizioni di liquidità globali (Capitoli III e V).

In aggiunta, i mutuatari dell'area emergente sono meno dipendenti dai prestiti a breve termine e a tasso variabile. La quota delle passività a breve – inclusi gli ammortamenti – sul totale nei confronti dei creditori privati è scesa dal 40% dei primi anni novanta a meno del 30% di fine 2003. Nello stesso periodo il debito a tasso variabile, compreso quello a breve, è calato da quasi il 100% a meno del 70% delle passività in essere, in seguito al passaggio dal credito bancario al finanziamento obbligazionario nel quadro delle conversioni di titoli Brady tra gli inizi e la metà degli anni novanta (inclusendo le passività verso creditori pubblici, la quota a tasso variabile aumenta). I prenditori asiatici evidenziano una maggiore dipendenza dal credito a breve termine

I mercati emergenti ricorrono meno al debito a breve e a tasso variabile ...





rispetto ai loro omologhi di altre regioni, ma ciò riflette un più basso livello di indebitamento esterno e la maggiore incidenza dei finanziamenti per il commercio con l'estero. Nel 2003 l'Asia è stata la sola regione a far registrare un aumento dei crediti a breve (per lo più bancari), mentre molti paesi in altre aree hanno approfittato delle favorevoli condizioni sui mercati internazionali per il rimborso di passività a breve termine.

... ma restano esposti alle variazioni degli spread

Se è vero che il passaggio dal debito bancario (a tasso variabile) alla raccolta obbligazionaria (a tasso fisso) riduce l'esposizione dei prenditori al rischio di interesse, esso non elimina il rischio di provvista. Gli spread sulle emissioni dei mercati emergenti sono più volatili dei rendimenti sottostanti e possono a tratti ampliarsi al punto da estromettere di fatto i prenditori dal mercato, come avvenuto per il Brasile a metà 2002. Ciò può causare gravi problemi di liquidità ai paesi che presentano un elevato fabbisogno di finanziamento. I rimborsi pianificati di passività a lungo termine da parte di prenditori dell'area emergente dovrebbero leggermente diminuire nel 2004 e nel 2005, contribuendo ad attenuare tali problemi nell'evenienza di un aumento degli spread (grafico VI.15). Tuttavia, diversi paesi pesantemente indebitati, in particolare Brasile e Turchia, devono tuttora far fronte a considerevoli ammortamenti.

Le prospettive di un aumento dei tassi ufficiali USA innescano un'ondata di vendite agli inizi del 2004

Le condizioni di finanziamento per i mercati emergenti si sono deteriorate nella prima parte del 2004, in seguito alle indicazioni di un possibile passaggio della Federal Reserve a un indirizzo monetario meno accomodante prima di quanto previsto dagli operatori. Nei mesi di aprile e maggio il debito dei mutuatari emergenti è stato investito dalla maggiore ondata di vendite da metà 2002, e lo spread EMBI si è ampliato di circa 100 punti base in appena quattro settimane. È interessante notare come il mercato dei titoli societari USA ad alto rendimento non sia stato interessato da un pari aumento dei differenziali. Gli hedge fund e altri investitori con elevato grado di leva hanno apparentemente avuto un ruolo importante nelle cessioni, liquidando all'improvviso le posizioni sui mercati emergenti in proporzione maggiore rispetto ai titoli societari ad alto rendimento. Nella misura in cui questi investitori si sono ritirati dai mercati emergenti, la correlazione positiva osservabile durante la fase di vendite tra le variazioni degli spread e le variazioni delle aspettative sui tassi ufficiali USA potrebbe indebolirsi. Nondimeno, le condizioni finanziarie potrebbero comunque essere soggette a nuove pressioni nel breve periodo, a causa di mutamenti della propensione al rischio sui maggiori mercati o di ostacoli nelle politiche dell'area emergente.

#### *Ristrutturazioni del debito*

A integrazione delle iniziative volte a ridurre la propria vulnerabilità a situazioni di crisi, alcuni mutuatari hanno altresì intrapreso azioni per migliorare il processo di risoluzione delle difficoltà di pagamento nell'eventualità di una crisi. Nel febbraio 2003 il Messico è stato il primo grande prenditore emergente a inserire clausole di azione collettiva (CAC) in emissioni obbligazionarie disciplinate dalla legge di New York, seguito a breve distanza dal Brasile e da alcuni altri importanti prenditori. Mentre nel 2002 nessuna emissione sovrana disciplinata dalla legge di New York conteneva CAC, nel 2003

la metà circa prevedeva simili clausole. Le CAC sono intese ad agevolare la soluzione di problemi debitori, limitando la capacità dei piccoli obbligazionisti di ostacolare le ristrutturazioni appoggiate dalla maggioranza dei creditori obbligazionari. La loro inclusione nelle emissioni internazionali era stata dapprima invocata all'indomani della crisi debitoria messicana del 1994, e in seguito incoraggiata dalla disponibilità in tal senso di un certo numero di paesi del G10.

Anche quando i prenditori dell'area emergente beneficiavano di favorevoli condizioni finanziarie, l'inadempienza dell'Argentina gravava sugli investitori internazionali come un monito contro i rischi connessi con gli investimenti sui mercati emergenti. Le difficoltà nel raggiungere un accordo su chi dovesse rappresentare i creditori – acuite dall'assenza di CAC in molte delle emissioni in mora e dall'ampia quota di debito insoluto nelle mani dei residenti del paese – hanno ritardato i negoziati, che rischiano di essere ulteriormente procrastinati dalle divergenze riguardo alla capacità di pagamento del governo argentino. Da un lato, quest'ultimo ha addotto la fragilità della ripresa economica e l'entità dei problemi sociali del paese a sostegno della sua proposta, che prevede una decurtazione del 75% nel valore nominale del debito in mora e la parziale remissione degli interessi arretrati. Dall'altro, i creditori hanno fatto rilevare la forza della ripresa e il miglioramento della posizione di bilancio del governo per appoggiare la richiesta di un tasso di recupero più elevato.

La ristrutturazione del debito argentino è per sua natura diversa da molte di quelle intervenute negli anni ottanta. Queste erano state precedute da varie tornate di rinegoziazione delle scadenze, nel tentativo delle banche di evitare una svalutazione del capitale attraverso il rinnovo dei pagamenti in scadenza. Per contro, nel quadro dei negoziati con la Russia, l'Ecuador e altri soggetti sovrani recentemente inadempienti, la disponibilità degli investitori obbligazionari ad accettare una svalutazione del valore facciale dei crediti è stata maggiore che non quella delle banche negli anni ottanta. Questa differenza di comportamento origina in parte dalle diverse norme contabili applicate alle banche e alla maggioranza degli obbligazionisti. In particolare, mentre le banche dispongono di una certa discrezionalità nel decidere quando contabilizzare le perdite su crediti, spesso gli investitori valutano i propri portafogli ai prezzi di mercato con frequenza giornaliera, e devono pertanto riconoscere immediatamente ogni eventuale perdita nel valore netto corrente delle proprie disponibilità. Ciò fa sì che gli investitori obbligazionari – detentori di gran parte del debito argentino – abbiano un incentivo maggiore rispetto alle banche a concordare una ristrutturazione integrale. In effetti, mentre nel caso del Messico sono trascorsi otto anni tra la moratoria sul debito (agosto 1982) e la finalizzazione del relativo piano Brady (marzo 1990), la Russia ha raggiunto un accordo con i detentori delle sue obbligazioni appena due anni dopo l'inadempienza, e all'Ecuador è bastato meno di un anno.

La ristrutturazione del debito in mora dell'Argentina procede a rilento ...

... ma si spera che sarà più rapida delle rinegoziazioni degli anni ottanta

## Cause e implicazioni della ricerca di rendimento

La ricerca di rendimento che ha abbassato gli spread nei mercati delle obbligazioni societarie e di paesi emergenti è stata in gran parte stimolata

dall'effetto combinato di due fattori. Primo, molti investitori hanno preferito ai titoli pubblici a basso rischio le emissioni più remunerative – ma anche più rischiose – di imprese e prenditori dell'area emergente, nel tentativo di ripristinare i rendimenti nominali che erano stati in grado di conseguire allorché i tassi di interesse erano più elevati. Secondo, molti gestori di portafogli hanno ricercato strumenti a più alto rendimento da utilizzare nella creazione di "collateralised debt obligation" (CDO), per trarre profitto dal fatto che gli spread creditizi su tali strumenti continuavano ad essere più ampi di quanto implicito nelle perdite attese per inadempienza.

#### *Obiettivi di rendimento nominale*

Investitori restii a un aggiustamento degli obiettivi di rendimento nominale ...

Per vari motivi molti investitori sono parsi restii o impossibilitati ad aggiustare i propri obiettivi di rendimento nominale alle mutate condizioni del mercato. Di fronte a livelli storicamente bassi dei tassi nominali sui titoli governativi ad alto rating nel 2003 e nella prima parte del 2004, tali investitori hanno ricercato rendimenti più elevati sui mercati delle obbligazioni di prenditori societari ed emergenti nella speranza di mantenere gli alti rendimenti offerti in precedenza dai titoli pubblici.

... a causa di fattori psicologici ...

Il rifiuto di aggiustare gli obiettivi nominali in periodi di più bassi tassi di interesse potrebbe aver rispecchiato ben noti fattori psicologici. Ad esempio, alcuni investitori hanno preso determinate decisioni senza evidentemente considerare altri, più complessi fattori (fenomeno conosciuto nella letteratura sulla finanza comportamentale come "narrow framing"). Così facendo, avrebbero ignorato il fatto che i tassi di interesse nominali erano più bassi soprattutto perché erano diminuiti i tassi attesi di inflazione. Inoltre, gli investitori hanno a volte assunto come punto di riferimento i propri obiettivi di rendimento esistenti, un fenomeno noto come "status quo bias", per cui viene attribuito un minor peso agli svantaggi dello *status quo* che non a quelli connessi con obiettivi alternativi.

... e di vincoli istituzionali e regolamentari

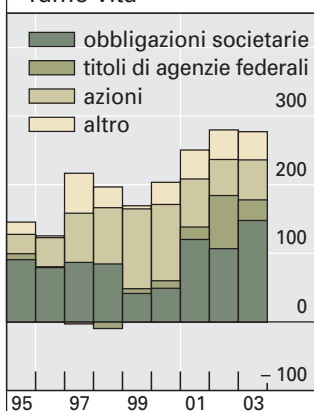
L'aderenza ai tassi nominali obiettivo potrebbe altresì essere dovuta a vincoli istituzionali o regolamentari. Le compagnie di assicurazione del ramo vita e i fondi pensione gestiscono in genere l'attivo con riferimento alle loro passività. In alcuni paesi queste ultime sono collegate a un rendimento minimo garantito, che può essere fissato per statuto, come in Svizzera dove esiste un tasso di interesse minimo da corrispondere sulle attività nei piani pensionistici a contribuzione definita. In alternativa, esso può essere stabilito su base contrattuale, come avviene in Giappone e nel Regno Unito, dove negli anni settanta e ottanta le imprese assicurative del ramo vita offrivano saggi di rendita garantiti. Dopo un periodo di tassi di interesse decrescenti, le rendite garantite hanno cominciato a superare i rendimenti ottenibili sulle obbligazioni governative ad alto rating. Il risultante gap di finanziamento ha spinto tali istituzioni a investire in strumenti più redditizi e più rischiosi.

Persino nei paesi in cui i rendimenti garantiti non sono diffusi le variazioni nel valore del passivo hanno tendenzialmente favorito comportamenti a più alta rischiosità. Nel Regno Unito e negli Stati Uniti il tasso di interesse utilizzato per scontare le passività dei fondi pensione a prestazioni definite è collegato ai tassi di mercato. Pertanto, le diminuzioni dei tassi di interesse

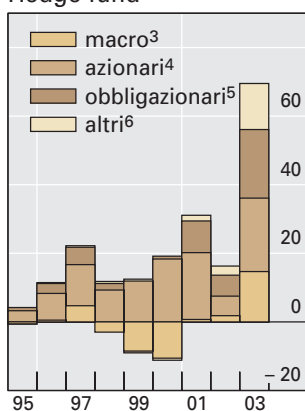
## Ricerca del rendimento

flussi di investimento, in miliardi di dollari USA

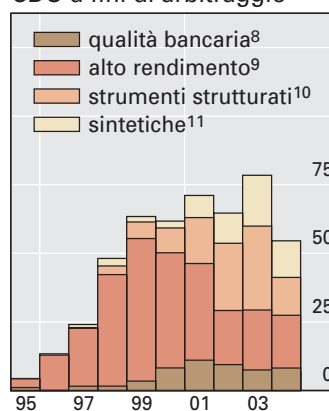
### Assicurazioni USA ramo vita<sup>1</sup>



### Hedge fund<sup>2</sup>



### CDO a fini di arbitraggio<sup>7</sup>



<sup>1</sup> Acquisizioni nette di attività finanziarie. <sup>2</sup> Afflussi netti di capitali per tipologia di fondo. <sup>3</sup> Fondi macro globali e paesi emergenti. <sup>4</sup> Fondi gestiti secondo le strategie "market neutral", "event driven", "long/short equity" e "dedicated short bias". <sup>5</sup> Fondi gestiti secondo le strategie "convertible arbitrage" e "fixed income arbitrage". <sup>6</sup> "Managed futures" e altri fondi. <sup>7</sup> Emissioni lorde; per il 2004, proiezioni. <sup>8</sup> CDO cash garantite da attività di qualità bancaria e da altre attività. <sup>9</sup> CDO cash garantite da obbligazioni o prestiti ad alto rendimento, ovvero da attività di mercati emergenti. <sup>10</sup> CDO cash garantite da ABS, fra cui MBS e altre CDO. <sup>11</sup> CDO garantite da "credit default swap".

Fonti: JPMorgan Chase; Tremont Capital Management; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico VI.17

possono tradursi in aumenti sostanziali del passivo. Alla luce delle perdite subite sui portafogli azionari nel 2001–03 e del desiderio di conseguire una più esatta corrispondenza con le passività, ciò potrebbe aver incoraggiato le compagnie di assicurazione e i fondi pensione a investire in strumenti a reddito fisso con un rendimento atteso superiore. Negli Stati Uniti gran parte di questi acquisti ha interessato i titoli di imprese e agenzie, che offrivano una maggiorazione di rendimento rispetto ai titoli governativi (grafico VI.17). Gli investitori istituzionali hanno inoltre effettuato massicce acquisizioni di quote di hedge fund – concorrendo a un afflusso record verso questa categoria di attività nel 2003 – attirati dagli elevati guadagni realizzati da molti di questi fondi negli ultimi anni.

### Ruolo delle emissioni di CDO a fini di arbitraggio

Diversamente da altri investitori alla ricerca di rendimento, i gestori dei portafogli di CDO a fini di arbitraggio sono stati motivati non tanto dal basso livello dei tassi di interesse, quanto dall'ampiezza degli spread creditizi sul debito con rating inferiore. La struttura delle CDO consente ai gestori di trarre vantaggio dal fatto che gli spread su singole obbligazioni societarie tendono a essere ben più elevati di quanto basterebbe per coprire le perdite presunte per inadempienza. Il gestore acquisisce passività a più basso rating per costituire un pool di garanzie collaterali a fronte del quale vengono emesse varie *tranche* di debito, in gran parte quotate AAA. Le *tranche* con rating inferiore sono le prime ad assorbire eventuali perdite sul pool di garanzie collaterali,

proteggendo così quelle a tripla A. L'ammontare di protezione richiesto dipende dalle perdite attese, dalle correlazioni stimate delle inadempienze e dal grado di diversificazione del pool di garanzie.

L'emissione di CDO a fini di arbitraggio ha contribuito al restringimento degli spread

Benché si siano ristretti nel 2003, i differenziali creditizi su varie forme di garanzia collaterale sono rimasti sufficientemente ampi da indurre un aumento delle emissioni di CDO a fini di arbitraggio. Con l'aumentare della domanda di garanzie per la costituzione di siffatte strutture, gli spread sono andati restringendosi. Non sorprende il fatto che negli anni precedenti la tipologia di collaterale preferita sia stato il debito ad alto rendimento, comprese le obbligazioni dei mercati emergenti (grafico VI.17). Al diminuire della sua disponibilità, tuttavia, i gestori di CDO si sono avvalsi in misura crescente di passività di qualità bancaria. Nel 2003 un'ampia quota delle CDO di nuova emissione era basata su titoli garantiti da attività, compresi titoli assistiti da ipoteca e altre CDO, i cui spread si erano ridotti solo lentamente. Nel mercato europeo hanno acquisito crescente preminenza le CDO sintetiche, che si basano su "credit default swap" piuttosto che su garanzie liquide. Agli inizi del 2004 gli spread sembravano in genere essersi sufficientemente ridotti da provocare una diminuzione delle emissioni di CDO a fini di arbitraggio.

#### *Implicazioni della ricerca di rendimento*

La ricerca di rendimento potrebbe comportare un'eccessiva assunzione di rischio ...

La ricerca di rendimento comporta l'assunzione di rischio; rendimenti più elevati si accompagnano di norma a un rischio maggiore. Eppure molti investitori sembrano non essersi curati delle possibili conseguenze avverse dell'accettazione di questo rischio addizionale. Alcuni di loro hanno minimizzato l'esposizione percepita enfatizzando i benefici della diversificazione. In quest'ottica essi hanno talvolta applicato erroneamente gli strumenti impiegati per analizzare il rischio sui mercati azionari. La deviazione standard dei rendimenti, ad esempio, è stata utilizzata da molti investitori per valutare i guadagni derivanti dalla diversificazione con obbligazioni societarie. Tuttavia, la rilevanza delle perdite per inadempienza fa sì che questa misura simmetrica risulti inadeguata per l'analisi del rischio di credito. Altri investitori hanno presunto di poter smobilizzare l'investimento prima di incorrere in pesanti perdite. Ciò è stato in particolare il caso delle operazioni di carry trade intese a trarre profitto dal basso livello dei tassi a breve. Gli hedge fund e altri investitori con alto grado di leva risultano aver effettuato ingenti speculazioni indebitandosi a breve e investendo i proventi in strumenti a più lungo termine con rendimento più elevato.

... con potenziali ripercussioni avverse

La ricerca di rendimento è un processo che ha abbassato i premi di rischio ricevuti dagli investitori per sostenere il rischio di credito. Nella misura in cui tali premi sono di gran lunga inferiori alle perdite inattese per inadempienza, questo processo può avere conseguenze dannose sia per gli investitori che per gli emittenti. L'insorgenza di perdite insolitamente pesanti può causare difficoltà finanziarie agli investitori non abituati a gestire tali rischi. Ciò potrebbe inoltre innescare una revisione del prezzo del rischio, provocando il ritorno ad ampi spread creditizi e costi di finanziamento più elevati per tutti i mutuatari, compresi quelli il cui merito di credito sta migliorando. Inoltre, i prenditori potrebbero risultare eccezionalmente esposti a un mutamento nella

propensione al rischio degli investitori, e quindi alla perdita improvvisa dell'accesso al mercato. Un tale mutamento potrebbe verificarsi qualora i tassi privi di rischio aumentassero al punto da rendere nuovamente disponibili investimenti a più basso rischio con rendimenti nominali prossimi ai tassi obiettivo degli investitori. L'ampliamento degli spread sulle emissioni sovrane dei mercati emergenti verso la fine del periodo sotto rassegna è in effetti indicativo dell'importanza che il livello generale dei rendimenti nominali riveste per tali spread. Infine, un "pricing" distorto del rischio può arrecare danni all'efficienza economica complessiva attraverso un'errata allocazione delle risorse.

## VII. Il settore finanziario

### Aspetti salienti

Nel periodo sotto rassegna i settori finanziari delle economie industriali hanno migliorato la loro performance. Le banche commerciali, dopo avere dato prova di resilienza durante la recente flessione dell'economia, hanno realizzato maggiori utili grazie anche alle ridotte perdite su crediti. Il miglioramento nei paesi con un recente passato di tensioni nel sistema bancario è attribuibile in parte alle iniziative avviate per affrontare problemi di lunga data, e in parte al più propizio contesto macroeconomico. Analogamente, le compagnie di assicurazione hanno compiuto progressi nel risanare le loro finanze deteriorate, soprattutto con il concorso dell'andamento favorevole dei mercati delle attività.

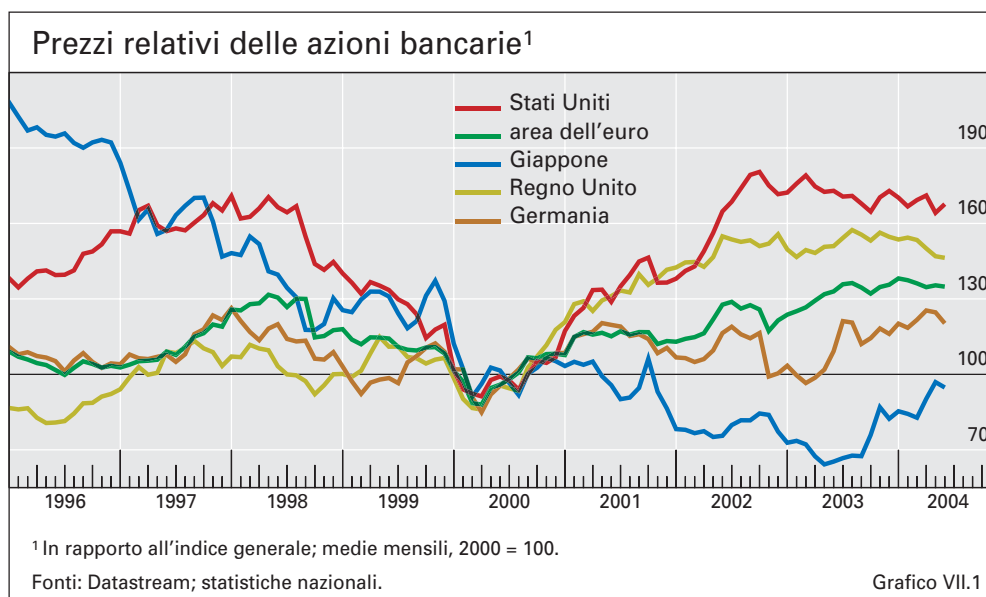
Se il rafforzarsi della ripresa ha avuto un influsso importante sulla performance delle istituzioni finanziarie, vari fattori strutturali hanno comunque continuato a svolgere un ruolo di primo piano. Gli sforzi delle banche volti ad accrescere l'efficienza mediante la razionalizzazione dei servizi, il consolidamento e l'adozione di nuove tecnologie si sono tradotti in una migliore base di costi. Inoltre, la crescita in ampiezza e spessore dei mercati per la cartolarizzazione dei crediti e il trasferimento del rischio ha contribuito a ripartire le tensioni fra una gamma più estesa e diversificata di operatori, aumentando la resistenza del sistema finanziario agli shock avversi.

In prospettiva, la principale fonte di preoccupazione deriva dalla possibilità che il settore finanziario, avendo superato relativamente indenne il rallentamento, si stia muovendo in anticipo sul ciclo congiunturale. Nella ricerca di impieghi proficui per il capitale accumulato, alcune istituzioni potrebbero aver effettuato investimenti basati su ipotesi labili circa l'evoluzione della crescita produttiva e dei tassi di interesse.

### Andamento del settore finanziario

Il miglioramento del quadro macroeconomico durante il periodo in esame si è tradotto in buoni risultati di gestione per il settore finanziario dei paesi industriali. Con il moltiplicarsi dei segni di una ripresa generalizzata, i profitti delle imprese si sono stabilizzati, i rischi prospettici sono calati e i prezzi delle attività finanziarie hanno segnato un netto recupero (Capitolo VI). Questo insieme di circostanze ha consentito una migliore performance delle banche commerciali sia nei paesi in cui il settore operava già su solide basi, sia laddove esso aveva subito tensioni (grafico VII.1). Inoltre, la situazione favorevole sui mercati mobiliari ha incrementato gli utili delle banche d'affari e ha permesso alle imprese di assicurazione di progredire nel risanamento dei loro bilanci indeboliti.

Si rafforza la performance sullo sfondo di un contesto economico in miglioramento



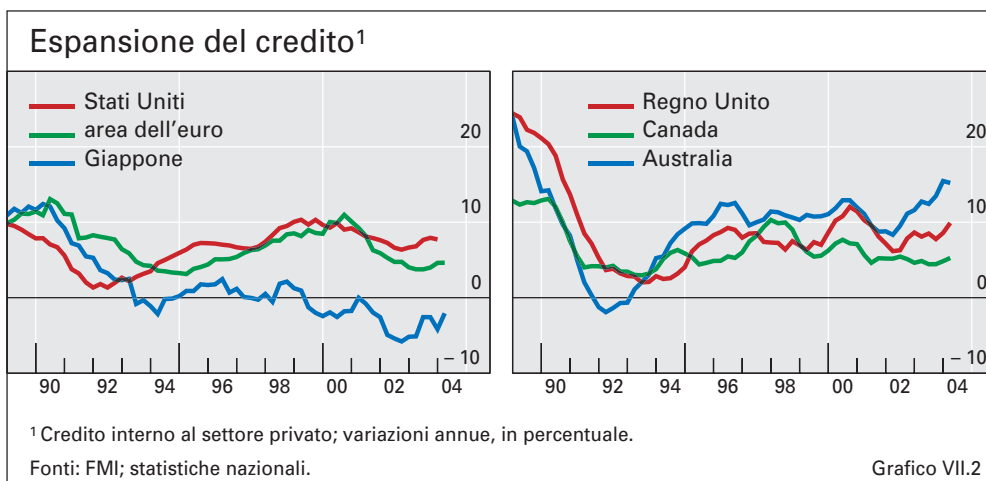
### Banche commerciali

I più bassi indici di insolvenza, il maggiore rendimento degli impieghi e un migliore controllo sui costi hanno rafforzato la redditività delle banche da entrambi i lati dell'Atlantico. In generale questo risultato ha coinciso con minori rettifiche di valore per perdite su crediti, poiché le istituzioni hanno applicato criteri di affidamento più prudenti rispetto ai primi anni novanta.

La buona tenuta della redditività ha dimostrato la capacità delle banche di fronteggiare le pressioni sui proventi mediante un pronto riaggiustamento del profilo operativo. Una prima sfida posta alla crescita dei ricavi è stata la continua debolezza della domanda di credito del settore societario, in particolare negli Stati Uniti. Questa sfida è persistita nonostante il miglioramento qualitativo dei crediti in essere, dato che le imprese hanno continuato a puntare al riequilibrio dei bilanci, privilegiando i miglioramenti di efficienza rispetto all'espansione della capacità produttiva (Capitoli II e VI). Le banche USA hanno reagito alla debolezza della domanda di questo settore accrescendo

Le banche USA ed europee aumentano gli utili ...

... nonostante il ristagno dei crediti alle imprese ...





i proventi da commissioni grazie alla sostenuta spesa in consumi e ai rifinanziamenti ipotecari delle famiglie. Analogamente, le istituzioni creditizie europee hanno basato la propria crescita sul credito al consumo, che nel 2003 ha fornito ben il 70% dei redditi complessivi. Il mercato dei mutui ipotecari alle famiglie, dove i costi di finanziamento erano bassi in relazione ai ricavi, ha contribuito alla costituzione di una solida base patrimoniale da parte delle banche europee, ed è risultato particolarmente proficuo in Spagna e nel Regno Unito.

... e margini ristretti

Una seconda sfida è provenuta dai bassi saggi di interesse ufficiali e dalla riduzione degli spread creditizi, che hanno compresso i margini di intermediazione. Ciò ha costituito un problema rilevante in Europa, dove il margine di interesse rappresenta oltre la metà dei proventi bancari (tabella VII.1). Le banche commerciali spagnole, confrontate a una forte concorrenza da parte delle imprese finanziarie non bancarie, e il frammentato settore italiano hanno subito notevoli pressioni sugli utili, ma sono riusciti a potenziare i proventi delle gestioni patrimoniali. In Francia, dove la dipendenza dai margini è tradizionalmente minore, i profitti hanno tratto beneficio da una riduzione dei tassi regolamentati sui depositi. Fra tutti i paesi industriali, gli Stati Uniti hanno fatto nuovamente registrare i più ampi margini di interesse; il loro livello resta nondimeno storicamente modesto, ed è stato compensato da maggiori introiti da commissioni e provvigioni.

Le banche tedesche di fronte a problemi specifici

La Germania ha costituito la principale eccezione alla generale tendenza positiva mostrata dalle banche europee. Un contesto fortemente competitivo, congiuntamente allo scarso ruolo svolto dalla disciplina di mercato nel promuovere una sana gestione del rischio, ha continuato a condizionare sfavorevolmente la performance del settore. Il rallentamento economico ha

### Risultato economico delle maggiori banche<sup>1</sup>

in percentuale dell'attivo medio totale

	Utile al lordo delle imposte			Rettifiche e accantonamenti			Margine netto di interesse			Costi operativi		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Stati Uniti (11)	1,52	1,71	2,04	0,69	0,69	0,44	3,11	3,11	2,99	4,03	3,54	3,41
Canada (5)	0,91	0,61	1,00	0,41	0,58	0,23	1,96	2,07	1,99	2,84	2,75	2,78
Giappone (11)	-0,69	-0,45	0,07	1,15	0,64	0,20	1,01	1,00	0,55	1,01	1,01	0,80
Australia (4)	1,47	1,49	1,49	0,27	0,26	0,21	2,22	2,16	2,13	2,15	2,04	2,30
Regno Unito (5)	1,24	1,08	1,22	0,32	0,36	0,32	2,04	1,96	1,82	2,38	2,24	2,12
Svizzera (2)	0,41	0,06	0,63	0,10	0,14	0,03	0,68	0,84	0,88	2,83	2,40	2,03
Svezia (4)	0,83	0,69	0,77	0,10	0,09	0,10	1,50	1,48	1,44	1,53	1,44	1,37
Austria (2)	0,44	0,46	0,53	0,39	0,39	0,36	1,66	1,80	1,72	1,76	1,92	1,85
Germania (4)	0,14	0,05	-0,20	0,24	0,39	0,28	0,90	0,82	0,79	1,77	1,68	1,66
Francia (3)	0,67	0,46	0,58	0,16	0,17	0,18	0,65	0,75	0,91	1,50	1,48	1,55
Italia (5)	0,90	0,53	0,81	0,53	0,63	0,51	2,21	2,25	2,05	2,42	2,44	2,52
Paesi Bassi (3)	0,62	0,46	0,65	0,20	0,26	0,20	1,57	1,62	1,63	2,08	1,95	1,86
Spagna (3)	1,20	1,05	1,27	0,56	0,55	0,44	2,92	2,72	2,38	2,61	2,37	2,12

<sup>1</sup> Le cifre fra parentesi indicano il numero di banche considerate. Per Australia, Canada e Giappone, esercizio finanziario.

Fonte: Fitch Ratings.

Tabella VII.1

spinto i profitti delle banche tedesche ai livelli più bassi dell'Europa industriale. Inoltre, secondo stime del mercato il settore bancario avrebbe in portafoglio sofferenze per un ammontare pari al 9,5% dei crediti totali, retaggio della passata politica di espansione dei profitti mediante prestiti ad alto rischio. Su questo sfondo, e in vista della cessazione delle garanzie esplicite dello Stato nel 2005, alcune agenzie di rating hanno attirato l'attenzione del mercato sulla probabilità di declassamenti di banche a capitale pubblico valutate come aziende a sé stanti.

Nonostante queste difficoltà, il settore bancario tedesco ha evidenziato alcuni sviluppi incoraggianti, dovuti soprattutto all'azione delle maggiori istituzioni private. Agli inizi del 2003 la cartolarizzazione di crediti in strumenti a più alto rating ha migliorato la liquidità dei bilanci, mentre nel corso dell'anno la ristrutturazione di prestiti problematici, in vista della loro cessione a investitori internazionali, ha consentito di rafforzare l'adeguatezza patrimoniale.

### *Il sistema bancario giapponese*

Lo scorso anno le banche giapponesi hanno dato segni incoraggianti di ripresa, malgrado il persistente influsso di taluni fattori cronici di debolezza. Per la prima volta negli ultimi undici anni gli utili operativi delle maggiori istituzioni hanno superato le perdite su crediti, grazie alla combinazione di più favorevoli condizioni macroeconomiche, miglioramenti sul fronte dei crediti in sofferenza e forte ascesa del mercato azionario.

Le banche giapponesi tornano in profitto ...

Durante il periodo in esame è parso infine attenuarsi il problema dei crediti anomali, che da un decennio affligge il sistema bancario nipponico. Le maggiori banche hanno intensificato gli sforzi per realizzare l'obiettivo fissato dalle autorità di vigilanza di ridurre della metà la quota delle sofferenze nei tre anni terminanti a fine marzo 2005. Esse appaiono sulla buona strada per conseguire tale obiettivo, avendo già eliminato dai propri bilanci un ammontare stimato in ¥13,2 trilioni nel biennio conclusosi a fine marzo 2004. I progressi sono stati invece assai più lenti nel caso delle banche regionali, il cui volume di crediti in sofferenza risultava sceso solo di poco, da ¥14,8 trilioni nel marzo 2002 a ¥13,9 trilioni nel settembre 2003 (grafico VII.3).

... riducono il peso delle sofferenze ...

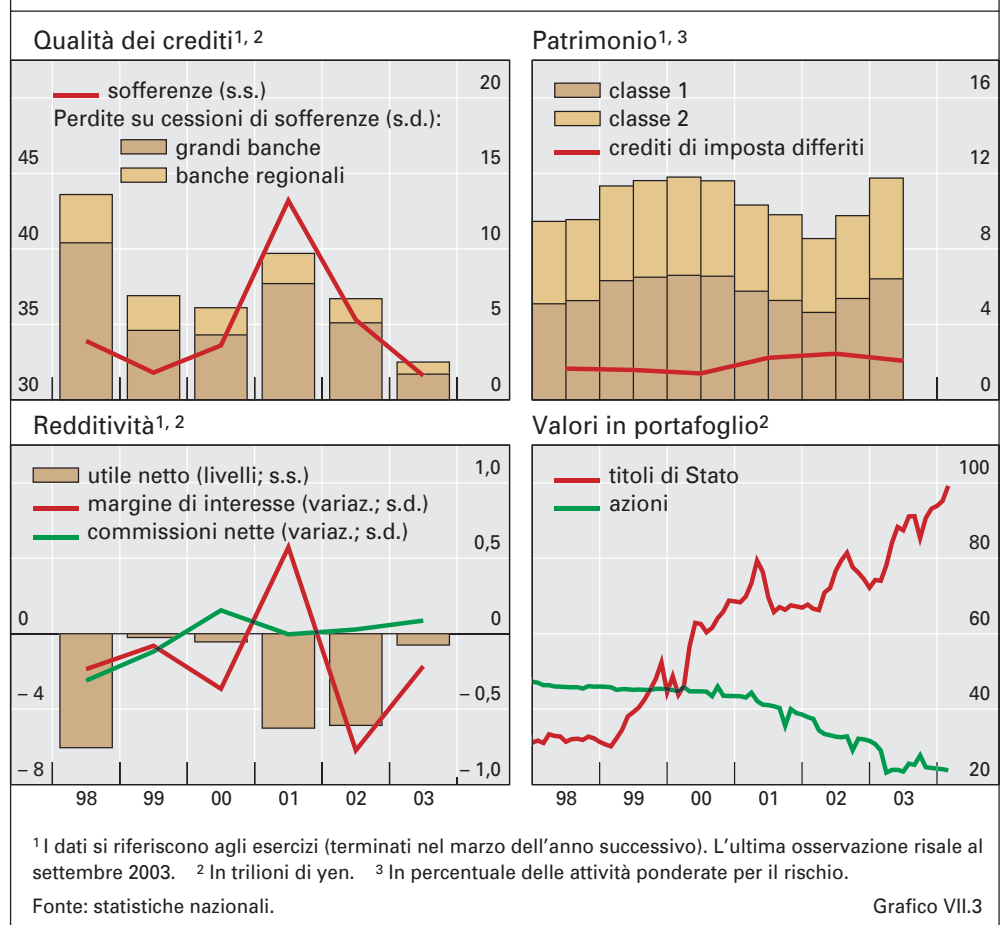
La ripresa del mercato azionario ha fornito un inatteso impulso ai profitti bancari, facilitando lo stralcio di prestiti inesigibili. In ottemperanza alle direttive impartite dalle autorità, negli anni precedenti le maggiori banche avevano drasticamente ridotto i propri investimenti in azioni. Negli ultimi mesi la tendenza si è invertita per trarre profitto dal rialzo delle borse. Poiché i guadagni sulle azioni hanno più che compensato le perdite subite nel segmento obbligazionario, le banche hanno fatto registrare utili netti da rivalutazione titoli per la prima volta dall'adozione della contabilità ai valori di mercato nell'aprile 2001. Al tempo stesso, avendo un ammontare di azioni in portafoglio solo di poco superiore al proprio patrimonio di classe 1, le principali istituzioni appaiono ora meglio premunite contro le future fluttuazioni dei corsi.

... e beneficiano della ripresa dei mercati azionari

Purtuttavia, permangono alcuni rischi. Il miglioramento del contesto economico può aver attenuato la vulnerabilità delle banche, ma ha avuto

I margini restano però esigui ...

## Il settore bancario in Giappone



soltanto un effetto limitato sui margini di interesse, rimasti ben più bassi che negli altri paesi industriali. Certo, il problema dei margini esigui deriva in parte dal fatto che gli interessi sui depositi sono vincolati dalla soglia di tasso zero nell'attuale contesto deflazionistico. Ma vi concorrono anche taluni ostacoli strutturali, come la concorrenza delle banche pubbliche e la mancanza di meccanismi di prezzo basati sul rischio. Sebbene risulti che singole banche abbiano preso misure per affrontare la questione, non si vede come il settore nel suo insieme possa fare altrettanto senza incidere negativamente sull'offerta di credito alle imprese.

Anche la qualità della base di capitale delle banche merita speciale attenzione, dato che il patrimonio di classe 1 è tuttora costituito per la maggior parte da fondi pubblici e crediti di imposta differiti. L'indice di adeguatezza patrimoniale, che era leggermente calato durante l'esercizio terminante nel marzo 2003, ha fatto registrare una forte ripresa nel primo semestre dell'esercizio successivo, alla base della quale vi è tuttavia una decisa contrazione delle attività ponderate per il rischio.

Un questione connessa, ma più delicata, concerne il ruolo dello Stato nelle ristrutturazioni bancarie. La massiccia iniezione di fondi pubblici destinati alla ricapitalizzazione di banche deboli o al salvataggio di istituzioni dissestate ha suscitato il timore che ciò potesse indebolire l'impegno delle banche ad

... la qualità del patrimonio appare dubbia ...

... e non è chiaro il ruolo del settore pubblico

attuare le riforme. In quest'ottica, alcune recenti iniziative volte a eliminare altre distorsioni causate dall'intervento pubblico potrebbero contribuire ad attenuare le disparità di trattamento e a creare così un contesto più competitivo nel lungo periodo. Fra le misure adottate figurano la trasformazione delle Poste in società per azioni nel 2003 nonché, con effetto dall'aprile 2005, l'introduzione di un massimale sulla garanzia dei depositi e la cessazione degli acquisti di crediti in sofferenza da parte della Industrial Revitalization Corporation.

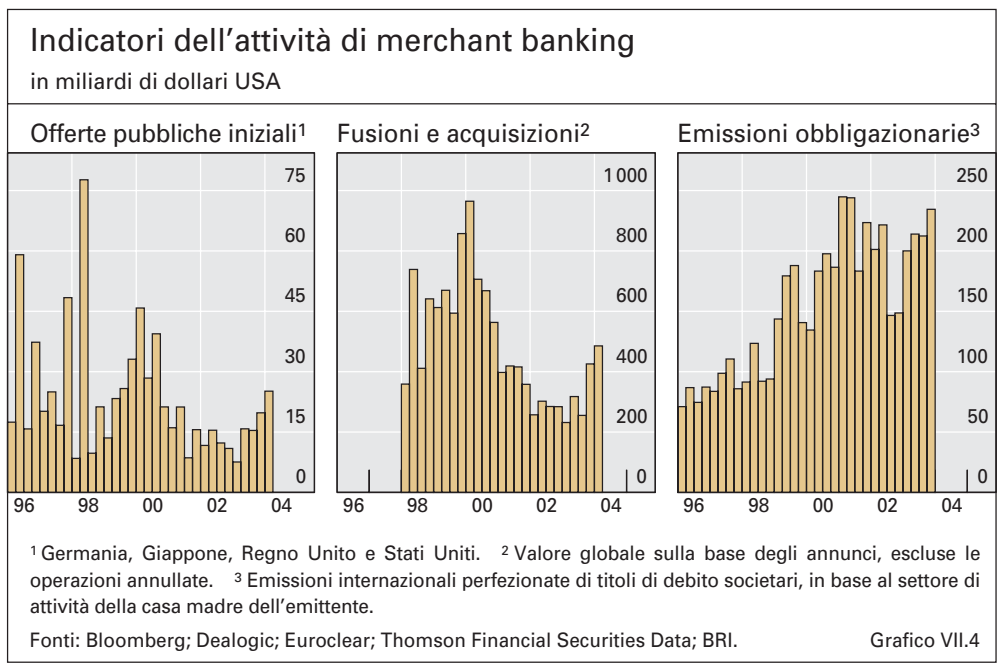
*Attività di merchant banking*

Grazie al favorevole andamento dei prezzi delle attività, in diversi paesi le banche d'affari hanno realizzato lo scorso anno risultati molto positivi. La risalita delle borse ha rafforzato i loro proventi da negoziazione, che negli anni passati erano stati sorretti principalmente dall'attività sui mercati del reddito fisso. Un'altra importante fonte di reddito è provenuta dalle operazioni in titoli ipotecari, mentre la timida ripresa nei settori delle fusioni societarie e delle offerte pubbliche iniziali, che ha preso avvio nella seconda metà del 2003 dopo tre anni di debolezza, ha apportato solo un modesto contributo ai proventi ricevuti a fronte di consulenze. Per contro, la più intensa attività sul mercato primario dei valori a reddito fisso, stimolata da mutuatari desiderosi di avvantaggiarsi dei bassi rendimenti e della riduzione degli spread, ha dato un forte impulso ai profitti (grafico VII.4).

Le banche d'affari incrementano gli utili ...

Il recupero di redditività ha indotto le banche d'affari a invertire la tendenza al ridimensionamento seguita al collasso del boom degli investimenti e delle borse negli ultimi anni novanta. Il numero degli addetti, che si era fortemente contratto, ha cominciato ad aumentare. Le istituzioni hanno attivamente perseguito una politica di crescita ricostituendo le capacità di intermediazione ed espandendosi verso nuove aree di attività.

... e perseguono una politica di espansione



## Il settore assicurativo

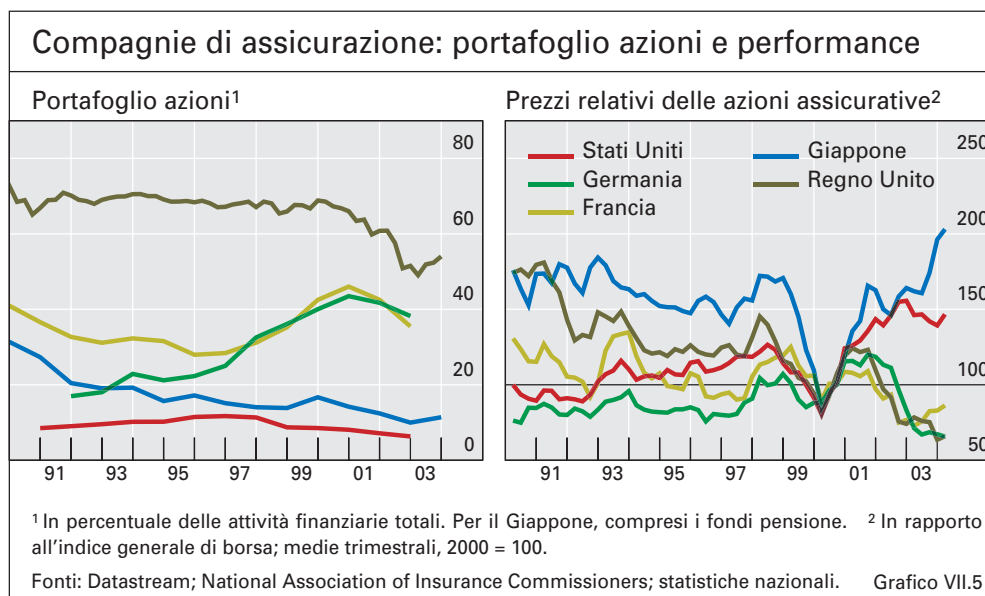
Divergenze  
nel settore

Nel 2003 la performance delle compagnie di assicurazione ha tratto vantaggio da diversi sviluppi macroeconomici favorevoli, che però sono stati in parte controbilanciati dal persistere di difficoltà dal lato del passivo ereditate dagli anni precedenti. In generale, le imprese dei settori danni e riassicurazioni hanno iniziato il 2004 in condizioni migliori rispetto a quelle del ramo vita, che devono ancora affrontare problemi in relazione all'adeguatezza del patrimonio.

Il ramo vita,  
gravato dalle  
passate perdite ...

Durante il periodo in esame le assicurazioni vita con buoni risultati di gestione sono riuscite a combinare passività remunerate a condizioni di prezzo prudenti con investimenti a bassa volatilità nel reddito fisso, beneficiando al tempo stesso della ripresa dei mercati azionari. Un tale approccio è alla base dell'ulteriore proficua gestione delle società francesi e spagnole. Il settore vita degli Stati Uniti, con il 74% delle attività rappresentato da obbligazioni, ha per parte sua tratto vantaggio in particolare dal calo delle insolvenze. A livello più generale, la forte inclinazione positiva della curva dei rendimenti ha incrementato i profitti delle imprese del settore, ampliando il differenziale fra i redditi da investimenti e le rendite garantite sulle polizze. Grazie inoltre a un calo del tasso di mortalità e alle minori pressioni sui margini esercitate dai rendimenti garantiti, in Giappone la performance del comparto ha superato, più che in ogni altro paese industriale maggiore, quella dell'indice generale di borsa (grafico VII.5).

Tuttavia, lo scorso anno ha altresì messo in luce nel settore vita problemi che paiono destinati a perdurare nel tempo. Negli Stati Uniti una perdita di interesse per polizze vita tradizionali e pressioni concorrenziali hanno accresciuto la volatilità dei proventi e ridotto l'accumulazione di capitale. Le società tedesche e britanniche hanno incontrato serie difficoltà, evidenziate dal fallimento di alcuni grandi operatori nazionali, in conseguenza delle perdite dovute a polizze eccessivamente generose che avevano indotto le società a ricercare maggiori rendimenti in impieghi più rischiosi.



Le assicurazioni vita nell'Unione europea sono poste di fronte a problemi addizionali relativi alle proposte di modifica della normativa sui bilanci e sui requisiti di solvibilità. I proposti nuovi principi contabili internazionali mirano a rendere più trasparente l'equilibrio fra i redditi da investimenti e le prestazioni di polizza, ma probabilmente tendono ad aumentare la variabilità dei risultati economici. Inoltre, l'adozione delle nuove prescrizioni in materia di solvibilità comporterà verosimilmente un aumento dei requisiti patrimoniali per molte società in vari paesi dell'Unione europea. Alle compagnie operanti in Germania, Svezia e Regno Unito è attribuibile una quota importante del deficit patrimoniale stimato in €65 miliardi che il settore assicurativo vita dell'Unione europea avrebbe accusato qualora i requisiti fossero stati in vigore nel 2003. Tale deficit potenziale non rappresenta più di un quarto della base di capitale del settore, ma si concentra in un terzo circa delle società. Ciò ha indotto alcuni commentatori a prevedere una sostanziale redistribuzione delle quote di mercato in favore delle assicurazioni che presentano bilanci solidi e stabili.

... e confrontato a nuove regole prudenziali

Una maggiore disciplina nella sottoscrizione di polizze, unita a una incidenza delle catastrofi naturali inferiore alla media, ha permesso alle assicurazioni del ramo danni di conseguire una buona performance. I migliori risultati nella gestione tecnica delle compagnie USA hanno abbassato gli indici di perdita, nonostante l'incremento dei costi. D'altra parte, l'accresciuto fabbisogno di riserve dovuto alle obbligazioni generate dai precedenti esercizi ha continuato a pesare negativamente sulla redditività. A differenza di quelle del ramo vita, le compagnie di assicurazione europee del settore danni sono state ben isolate dalle fluttuazioni del mercato azionario. Inoltre, la raccolta premi è aumentata a un ritmo superiore al trend storico. Anche la performance delle assicurazioni danni giapponesi ha tratto vantaggio da un forte aumento dei premi.

Il ramo danni, in condizioni più sane

Il migliore andamento complessivo delle azioni del settore riassicurativo in Europa e negli Stati Uniti è dovuto principalmente all'accresciuta fiducia nei confronti delle imprese che avevano adottato misure risolutive per rafforzare la base patrimoniale. Negli Stati Uniti le società di nuova costituzione o recentemente ricapitalizzate hanno potuto vantare un aumento annuo delle quotazioni del 20%. In Europa il settore ha realizzato maggiori profitti nel 2003 grazie al calo degli oneri per riserve tecniche e alla ripida curva dei rendimenti, che ha potenziato il reddito netto sugli impieghi.

Le riassicurazioni affrontano i punti deboli

## Fattori alla base del buon andamento

### *Fattori ciclici*

L'andamento positivo del settore finanziario è dovuto in ampia misura al concorso di vari fattori ciclici, primi fra tutti l'accelerazione della ripresa economica e l'orientamento accomodante delle politiche economiche, specie di quella monetaria. I bassi tassi di interesse hanno consentito alle istituzioni di finanziarsi agevolmente e di smorzare l'impatto sul conto economico delle difficoltà incontrate dal settore delle imprese durante la fase di flessione congiunturale. Anche i prezzi delle attività hanno avuto un influsso rilevante sulla situazione

Il settore finanziario beneficia della ripresa e dei bassi tassi di interesse

degli intermediari finanziari. La recente ascesa delle quotazioni ha migliorato la redditività delle banche d'affari e contribuito a risanare i bilanci delle compagnie di assicurazione. La sostenuta attività sul mercato delle abitazioni è stata un'importante fonte di reddito per le banche di molti paesi. Ai buoni risultati economici ha parimenti contribuito l'assenza di problemi nel comparto degli immobili non residenziali, che in passato era stato spesso causa di notevoli difficoltà per le istituzioni creditizie.

Nel 2003 i prezzi dei fabbricati commerciali sono in verità diminuiti praticamente in tutti i paesi industriali, dopo un periodo di moderata crescita a partire dal 1995 (tabella VII.2). Nella maggior parte dei casi il calo è stato modesto, pur superando il 10% in Germania, Giappone e Spagna. Inoltre le determinanti di fondo hanno avuto dinamiche contrastanti. Mentre non si è ripresa la domanda di locali per uffici (salvo che nella fascia superiore), dato il ristagno dell'occupazione, è cresciuta quella di superfici per esercizi commerciali al dettaglio, di riflesso al perdurante vigore della spesa per consumi.

Comunque, il contraccolpo sui prezzi è stato contenuto rispetto ai parametri storici, come pure l'impatto sulla redditività delle banche. Ciò è in parte dovuto all'atteggiamento di cautela nel finanziamento dei nuovi

Il calo di prezzo  
dei fabbricati non  
residenziali ...

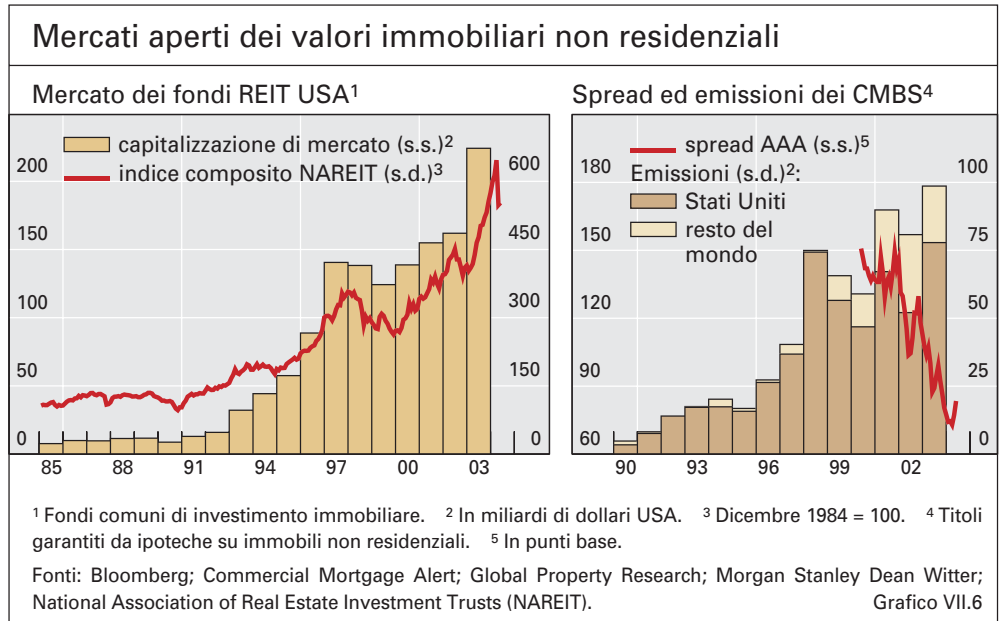
... non intacca i  
profitti bancari  
grazie alla  
cartolarizzazione

Prezzi degli immobili non residenziali <sup>1</sup>					
	1995-2002	2003	2003	Per memoria: quota locali inoccupati <sup>2</sup>	
	variazione nominale <sup>3</sup>		livello <sup>4</sup>	2002	2003
Stati Uniti	3,2	-2,5	35,4	15,6	16,7
Giappone	-8,7	-10,2	34,5	8,0	8,5
Germania	4,1	-18,4	50,8	7,1	9,8
Regno Unito	2,8	-4,1	32,7	8,0	11,3
Francia	5,9	-3,4	60,7	5,9	6,0
Italia	11,6	-5,1	77,6	4,7	5,4
Canada	4,2	-2,7	47,9	13,7	15,6
Spagna	12,5	-10,9	42,3	4,8	7,7
Paesi Bassi	7,5	-3,0	81,8	7,4	9,7
Australia	4,2	4,0	50,7	8,3	10,3
Svizzera	0,2	-2,2	59,0	8,0	10,8
Belgio	4,0	10,9	84,4	8,8	9,5
Svezia	4,9	-8,0	47,2	12,5	18,3
Norvegia	6,8	-1,9	56,3	8,3	11,0
Danimarca	7,2	-1,2	82,5	2,5 <sup>5</sup>	9,0
Finlandia	4,2	-4,7	59,4	1,7 <sup>5</sup>	7,0
Irlanda	15,5	0,2	83,5	18,4	17,5

<sup>1</sup> Per Australia, Belgio, Italia e Spagna, immobili di qualità primaria nelle maggiori città; per il Giappone, terreni fabbricabili. <sup>2</sup> Superfici immediatamente disponibili (anche in subaffitto) in tutti i fabbricati finiti, in percentuale dello stock totale del rispettivo mercato. Per Stati Uniti e Svizzera, a livello nazionale; per Australia, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna, media delle maggiori città; per gli altri paesi, la capitale. <sup>3</sup> Su base annua, in percentuale. <sup>4</sup> Precedente massimo dei prezzi reali = 100. <sup>5</sup> 2001.

Fonti: Catella Property Consultants; CB Richard Ellis; Investment Property Databank Ltd; Japan Real Estate Institute; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; statistiche nazionali.

Tabella VII.2



progetti, che è prevalso in seguito all'ultimo collasso del mercato nei primi anni novanta e ha contribuito a evitare un boom dei prezzi. Un altro fattore è stato l'ulteriore sviluppo dei mercati degli strumenti collegati al finanziamento degli immobili non residenziali (titoli garantiti da attività, fondi comuni immobiliari e altri strumenti partecipativi), i quali hanno costituito un'alternativa al credito intermediato dalle banche, nonché un canale per la dispersione dei rischi connessi (grafico VII.6). I prezzi di tali strumenti hanno beneficiato della maggiore domanda proveniente dagli investitori istituzionali in cerca di opportunità di impiego più redditizie rispetto alle attività finanziarie tradizionali.

#### *Fattori strutturali*

Oltre che a queste determinanti cicliche, la buona performance del settore finanziario va ascritta a diversi fattori di natura strutturale, come il processo a lungo termine di ristrutturazione delle linee operative, l'accresciuto impegno nel segmento al dettaglio e l'ulteriore sviluppo degli strumenti per il trasferimento del rischio.

#### *Ristrutturazione del settore bancario*

Nel corso degli anni novanta le banche si sono adoperate al fine di razionalizzare le strutture interne di costo e di migliorare l'efficienza operativa, ricercando nel contempo una maggiore stabilità dei risultati economici mediante la diversificazione dei proventi. Un risvolto palese di tali sforzi è stata l'ondata di fusioni e acquisizioni che ha caratterizzato la seconda metà del decennio. La resilienza mostrata dal settore finanziario di fronte alla recente flessione ciclica è in parte frutto di questi sforzi.

Il contenimento dei costi interni ha principalmente assunto la forma di una riduzione del personale. Grazie al maggiore impiego di tecnologie informatiche e all'esternalizzazione di servizi, le banche hanno potuto sfruttare

La ristrutturazione ha accresciuto la resilienza

Ovunque viene perseguita una migliore efficienza interna



economie di scala e concentrarsi sulle funzioni primarie dell'intermediazione e della distribuzione di prodotti finanziari (tabella VII.3). Nel Nord America questo processo ha preso avvio già nella prima parte degli anni novanta ed è stato presumibilmente più intenso. Più di recente, le istituzioni europee si sono anch'esse mosse attivamente in questa direzione. In vari paesi il processo è stato innescato dal ritiro del settore pubblico dal capitale delle banche, ma si è sovente scontrato con le rigidità presenti nei locali mercati del lavoro. Le banche giapponesi, dopo un avvio particolarmente esitante, hanno accelerato l'attuazione di programmi di razionalizzazione.

Diversamente da quanto osservato per i costi del personale, appaiono meno chiare le tendenze nell'articolazione territoriale delle istituzioni (tabella VII.3). Anche se la diffusione delle nuove tecnologie dovrebbe favorire il passaggio a canali di distribuzione più efficienti in termini di costo rispetto agli sportelli tradizionali, il successo delle varie forme di "telebanca" è stato piuttosto incerto. Inoltre, l'accresciuto interesse per la clientela al dettaglio (si veda oltre) ha trasformato le filiali in importanti punti di vendita per una crescente gamma di servizi finanziari.

Il consolidamento rimane un'importante opzione strategica per le banche, anche se è sensibilmente rallentata l'attività di fusione e acquisizione rispetto agli ultimi anni novanta. Ne sono una conferma le due operazioni di grandissime dimensioni concluse lo scorso anno, da cui sono sorti il secondo e il terzo gruppo bancario degli Stati Uniti. Il processo è inoltre continuato a

Rallenta il ritmo del consolidamento

Ristrutturazione del settore bancario <sup>1</sup>											
	Concentrazione <sup>2</sup>			Numero di filiali <sup>3</sup>				Occupati <sup>3</sup>			
	1990	1997	2003 <sup>4</sup>	1990	1997	2003 <sup>4</sup>	variazione <sup>5</sup>	1990	1997	2003 <sup>4</sup>	variazione <sup>5</sup>
Stati Uniti	13	21	24	72,8	77,3	84,8	0,0	1 911	1 847	2 129	0,0
Giappone	42	39	42	24,7	25,4	22,7	-11,8	593	561	447	-27,8
Germania	17 <sup>6</sup>	17	22	43,3	47,1	38,2	-22,3	696	751	732	-3,5
Francia	52	38	45	25,7	25,5	26,2	0,0	399	386	384	-3,8
Regno Unito	49	47	41	19,0	14,3	12,9	-32,4	423	360	360	-15,0
Italia	24	25	27	17,7	25,6	29,9	0,0	324	343	341	-4,3
Canada	83	87	87	8,7	9,4	10,4	0,0	211	264	279	0,0
Spagna	38	47	55	35,2	37,6	39,4	0,0	252	242	239	-6,6
Australia	65	69	77	6,9	6,1	4,9	-31,2	357	308	344	-3,4
Paesi Bassi	74	79	84	8,0	7,0	3,7	-54,1	123	120	140	-9,6
Belgio	48	57	83	8,3	7,4	5,6	-33,2	79	77	75	-5,6
Svezia	70	90	90	3,3	2,5	2,0	-37,2	45	43	42	-7,7
Austria	35	44	44	4,5	4,7	4,4	-6,2	75	75	75	-2,4
Svizzera	54	73	80	4,2	3,3	2,7	-35,9	120	107	100	-16,8
Norvegia	68	59	60	1,8	1,6	1,2	-32,9	31	24	22	-22,4
Finlandia	65	77	79	3,3	1,7	1,6	-55,8	50	30	27	-49,3

<sup>1</sup> Istituzioni raccoglitrici di depositi, comprendenti di norma banche commerciali, casse di risparmio e vari tipi di banche popolari e di credito cooperativo. <sup>2</sup> Attivo delle cinque maggiori banche in percentuale dell'attivo aggregato di tutte le banche. <sup>3</sup> In migliaia. <sup>4</sup> Per Belgio, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito e Svezia, 2002. <sup>5</sup> In percentuale, dal punto di massimo (dopo il 1990) al dato più recente; 0,0 indica che il 2003 è stato l'anno di massimo. <sup>6</sup> 1995.

Fonti: varie associazioni bancarie nazionali; statistiche nazionali.

Tabella VII.3

livello locale e regionale dopo lo smantellamento delle strutture istituzionali che storicamente avevano favorito la frammentazione del sistema bancario USA. Anche in Europa è proseguita l'integrazione a livello nazionale, seppure a un ritmo più lento, mentre le operazioni transnazionali sono rimaste un'eccezione. In effetti, la delusione per le persistenti difficoltà nella creazione di un mercato bancario paneuropeo ha convinto alcune istituzioni a ridurre l'entità delle partecipazioni strategiche all'estero, viste in precedenza come il preludio a operazioni di più grande portata, al fine di rafforzare la propria posizione finanziaria sul mercato interno.

### *Operatività al dettaglio*

La vigorosa domanda di credito al consumo ha costituito una benefica fonte di reddito per le banche confrontate al ristagno della domanda di finanziamenti delle imprese e alla compressione dei margini. In numerosi paesi le banche hanno perseguito una strategia aggressiva di espansione incentrata sullo sviluppo del "retail banking". Mutui ipotecari, carte di credito, prestiti per l'acquisto di autoveicoli e aperture di credito allo scoperto sono alcuni dei prodotti bancari in forte crescita. Sono parimenti diventate importanti fonti di reddito altri servizi offerti alle famiglie contro commissioni, come la vendita di prodotti finanziari di terzi o attività di mediazione. Questa tendenza potrebbe rafforzarsi con l'introduzione, nei prossimi anni, dei nuovi requisiti di adeguatezza patrimoniale per le banche, i quali riconoscono gli effetti di attenuazione del rischio che derivano dalla maggiore diversificazione insita nelle esposizioni verso la clientela al dettaglio rispetto ai finanziamenti alle imprese.

Crescita delle  
operazioni al  
dettaglio

I proventi da commissioni sono visti come un mezzo per temperare la ciclicità degli utili, specialmente nel caso delle banche che sono riuscite a conquistare una posizione preminente e a mantenere la propria quota di mercato. L'esperienza recente convalida questa asserzione, in quanto gli introiti per commissioni hanno compensato in misura notevole l'impatto dei margini di interesse calanti. In effetti, questo processo di ricomposizione delle fonti di reddito è stato più marcato nei paesi con un contesto fortemente competitivo. Ciò rispecchia in parte il fatto che la domanda dei consumatori è sembrata meno sensibile agli oneri per commissioni che ai tassi di interesse, forse perché la struttura dei primi è meno trasparente e rende più difficile il raffronto fra i diversi prestatori di servizi.

### *Mercati per il trasferimento del rischio*

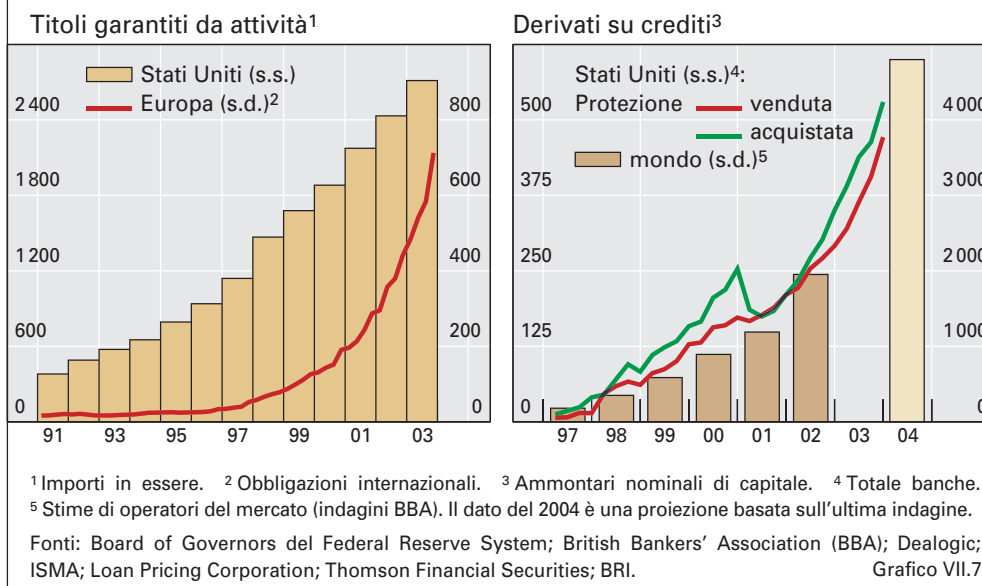
Negli ultimi anni il rapido sviluppo dei nuovi mercati per il trasferimento del rischio ha accresciuto la capacità del sistema finanziario di assorbire perdite e ha favorito la sua performance contribuendo a disperdere il rischio fra vari tipi di istituzioni e di investitori.

La crescita dei mercati per la cartolarizzazione di crediti originati dalle banche è stata favorita dalla domanda degli investitori istituzionali e dal progresso delle tecnologie finanziarie e telematiche (grafico VII.7). Lo sviluppo del segmento ipotecario è stato particolarmente intenso negli Stati Uniti, sotto la spinta di un mercato primario esuberante e delle migliorate condizioni di liquidità. In Europa il mercato delle obbligazioni garantite da attività ha tratto

La diffusione della  
cartolarizzazione ...

## Mercati per il trasferimento del rischio creditizio

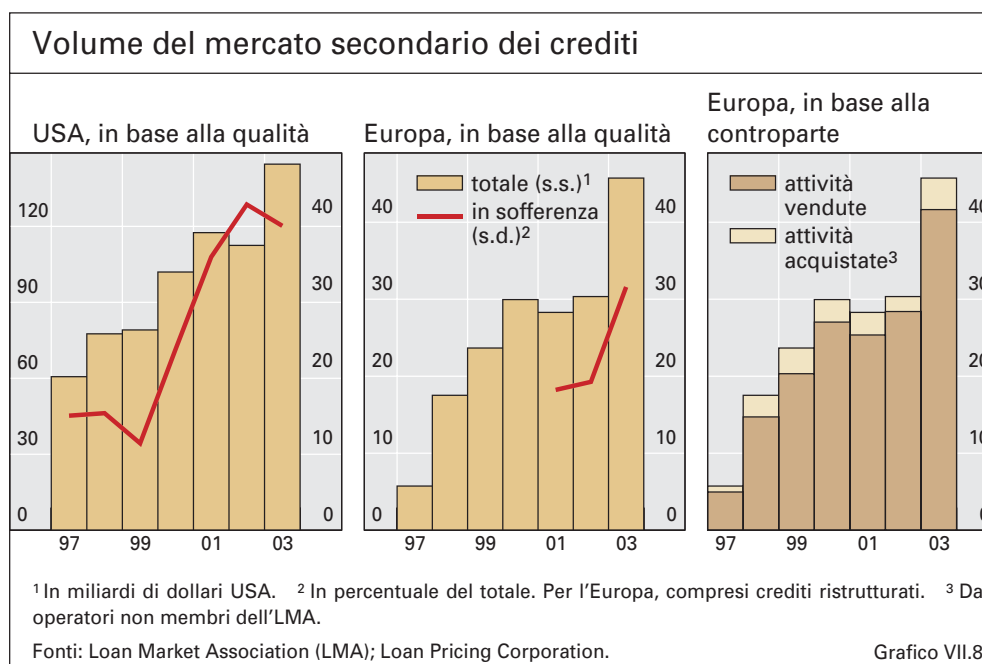
in miliardi di dollari USA



beneficio dall'introduzione della moneta unica e dal miglioramento delle infrastrutture operative e giuridiche.

... e la crescita dei mercati secondari dei prestiti ...

Negli ultimi anni è parimenti cresciuto il mercato secondario dei prestiti sindacati. Durante il periodo sotto rassegna negli Stati Uniti il volume delle contrattazioni in questo segmento – il secondo per importanza all'interno del mercato dei crediti – è aumentato di circa il 25% (grafico VII.8); in Europa esso è cresciuto di oltre il 50%. I prestiti problematici hanno continuato a rappresentare una quota elevata delle contrattazioni totali sul mercato USA e hanno



guadagnato importanza su quello europeo. Indubbiamente ciò rispecchia in certa misura il deteriorarsi della situazione finanziaria delle imprese in Europa, ma è altresì indicativo di una forte richiesta da parte degli investitori e di una maggiore capacità del mercato di assorbire crediti di qualità inferiore.

Uno dei fattori chiave dell'efficacia del mercato secondario dei crediti nel disperdere il rischio attraverso il sistema finanziario è costituito dalla crescente partecipazione di una gamma diversificata di investitori. La quota di prestiti sindacati interni detenuta dalle banche USA è andata leggermente calando negli ultimi anni. Al tempo stesso, gli operatori non bancari e le istituzioni estere detengono una percentuale proporzionalmente maggiore di crediti problematici rispetto alle stesse banche USA.

Un andamento analogo è osservabile nei mercati dei derivati creditizi, dove i soggetti non bancari (principalmente assicurazioni e hedge fund) sono stati venditori netti di protezione. Inoltre, le istituzioni bancarie minori, con un'attività creditizia maggiormente incentrata sulla clientela locale, hanno accresciuto mediante contratti derivati la propria esposizione verso mutuatari esteri, allo scopo di diversificare gli impieghi.

... consentono  
l'ingresso di nuovi  
operatori

## Maggiore propensione al rischio

I risultati di gestione positivi, unitamente alle aspettative sempre più ottimistiche, hanno incoraggiato un'accresciuta assunzione di rischio in un sistema finanziario che è passato relativamente indenne attraverso la recente flessione ciclica. Si può ritenere che gli elevati livelli di capitalizzazione, una più intensa concorrenza, l'ampia liquidità sui mercati finanziari, nonché i tassi di interesse bassi siano tutti fattori che hanno parimenti contribuito a questa tendenza. Si possono trovare manifestazioni di tale atteggiamento sia nelle condizioni di prezzo praticate sia nella crescente importanza assunta da certe aree operative, come la negoziazione in proprio. Un potenziale pericolo è che il settore finanziario sia divenuto più vulnerabile a sviluppi imprevisti nel ritmo e nella fisionomia della crescita economica, nonché nell'evoluzione futura dei tassi di interesse.

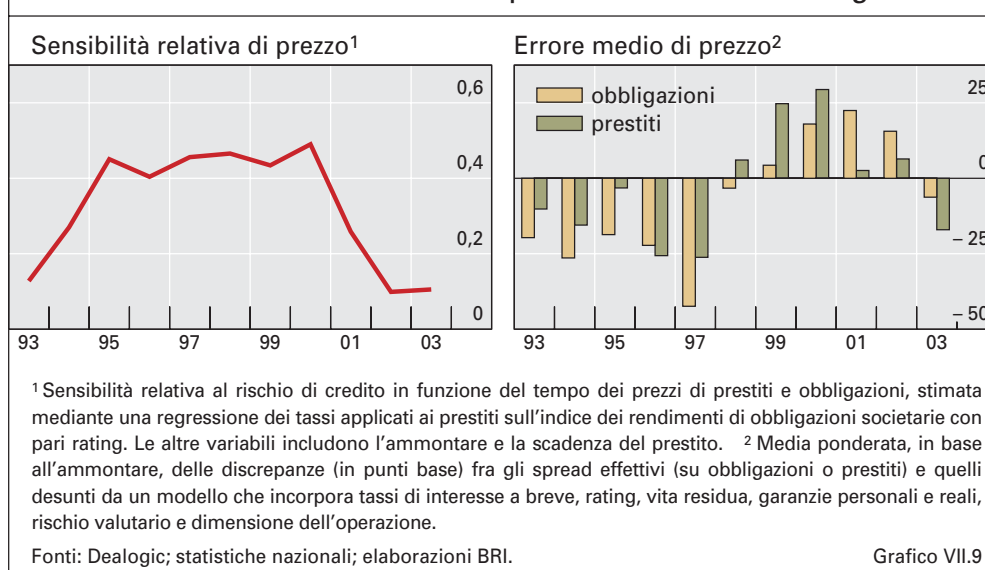
La maggiore  
propensione  
al rischio delle  
banche ...

### *Manifestazioni della propensione al rischio*

Negli anni recenti si è potuta constatare sul mercato obbligazionario, e ancor più su quello dei prestiti sindacati, una politica di prezzo più aggressiva in relazione al rischio di credito. I rendimenti osservati in tali mercati sono sensibilmente inferiori ai livelli desumibili sulla base delle relazioni storiche con i tassi di interesse correnti e con il rischio associato alle caratteristiche specifiche delle singole operazioni. Sebbene siffatte tendenze siano state rilevate negli ultimi due anni in entrambi i mercati (si veda in proposito anche il Capitolo VI), il fenomeno appare più marcato nel caso dei prestiti sindacati (grafico VII.9, diagramma di destra). La recente compressione degli spread nei due mercati presenta analogie con la situazione determinatasi sul finire di un altro periodo di bassi tassi di interesse, negli anni 1993–95, mentre appare meno pronunciata di quella intervenuta nei due anni precedenti la crisi asiatica. Alla fine degli anni novanta le condizioni di prezzo si sono fatte via

... si rispecchia  
nelle condizioni di  
prezzo dei crediti ...

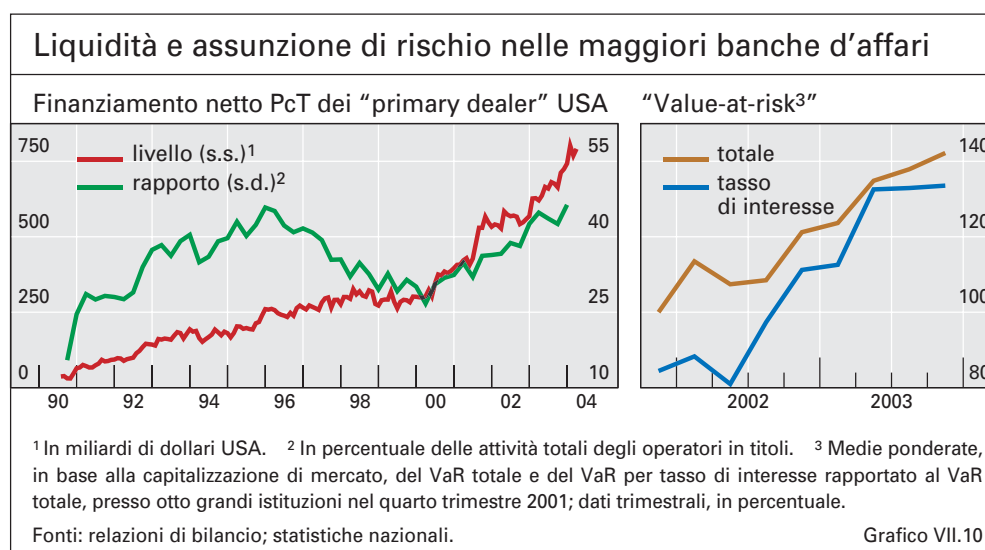
## Prezzo del rischio sui mercati dei prestiti sindacati e obbligazionari



via più tese, presumibilmente a causa dell'accresciuta domanda, prima che intervenisse il più recente calo degli spread. Dal raffronto fra i prezzi praticati sui due mercati per mutuatari con rating analogo emerge che i prestiti sono stati meno sensibili al rischio di credito rispetto alle obbligazioni (grafico VII.9, diagramma di sinistra). Di fatto, la tendenza convergente osservata durante gli anni novanta sembra essersi rapidamente invertita, giacché il mercato dei prestiti pare divenuto molto meno selettivo a partire dal 2001.

Un altro sintomo della tendenza a una maggiore assunzione di rischio è l'accresciuta attività di negoziazione in proprio delle banche. Ciò è evidenziato fra l'altro dal fatto che gran parte dell'aumento complessivo dell'esposizione al rischio di mercato, misurata dal "valore a rischio" (VaR) rilevato per l'insieme del settore nel 2003, è attribuibile al maggiore rischio di tasso di interesse (grafico VII.10). È vero che la forte volatilità sui mercati obbligazionari nel corso dell'estate ha contribuito in notevole misura alla crescita del VaR

... e nella crescita delle operazioni in proprio



collegato al tasso di interesse nel terzo trimestre 2003; nondimeno, a fine 2003 questa componente del VaR superava ancora del 20% il livello di un anno prima, benché le istituzioni avessero avuto tempo di aggiustare le posizioni.

Durante il periodo sotto rassegna il sistema finanziario ha continuato ad accrescere la propria esposizione diretta o indiretta verso il settore degli hedge fund. Con l'ampliarsi del numero e delle dimensioni di tali fondi si è fatta più intensa la concorrenza fra le grandi banche per acquisire lucrativi mandati di mediazione, richiamando sul mercato operatori che alcuni anni orsono si erano di fatto ritirati da questo segmento. Inoltre, risulta che le banche – come strategia complementare all'espansione dell'attività di negoziazione in proprio – abbiano direttamente investito cospicui capitali in fondi attivi nel comparto del reddito fisso. Grazie a questi afflussi di risorse, e al crescente interesse mostrato dagli investitori istituzionali, come i fondi pensione, gli hedge fund hanno ormai assunto un ruolo importante nei mercati dei prestiti societari.

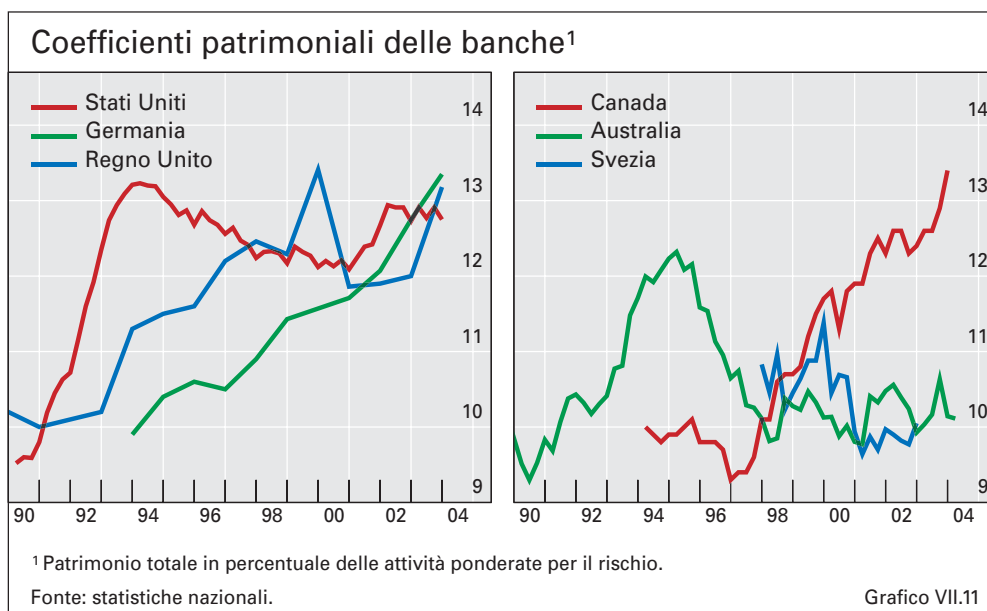
#### Fattori alla base della maggiore assunzione di rischio

Le ragioni della maggiore assunzione di rischio da parte delle banche vanno ricercate nel concorso di vari fattori presenti nell'attuale congiuntura, fra i quali sembra primeggiare l'accumulo di una solida dotazione di capitale in conseguenza dei buoni risultati gestionali passati e del migliorato clima economico (grafico VII.11). I bassi rendimenti in alcune delle linee operative più tradizionali possono avere indotto le banche a cercare opportunità di lucro in aree a più alta rischiosità. Analogamente, il calo dei proventi nel settore della consulenza alla clientela societaria ha spinto le banche d'affari a ricercare sbocchi redditizi.

Un altro fattore risiede nella più serrata concorrenza nell'ambito della tradizionale intermediazione finanziaria. La domanda di credito delle imprese è rimasta debole a causa dei ridotti investimenti, del calo delle operazioni di fusione e acquisizione e del maggior numero di prestiti sindacati

L'assunzione di rischio favorita dal capitale esuberante ...

... dalla maggiore concorrenza ...



allestiti direttamente dai prenditori. Ciò ha intensificato la competizione per l'ottenimento di mandati di prestito sulla base delle condizioni di prezzo, anche in assenza di reali prospettive di ricevere dal mutuatario incarichi complementari fruttiferi di commissioni, come servizi di consulenza o garanzie di sottoscrizione. Il restringimento degli spread nei mercati delle obbligazioni e dei prestiti (grafico VII.9) induce a ritenere che sia attualmente in corso una diffusa ricerca di impieghi.

... e dall'abbondante liquidità

Infine, l'abbondante liquidità presente sui mercati finanziari e la maggiore propensione al rischio hanno favorito lo sviluppo della negoziazione in proprio. Negli ultimi tre anni si è accelerata la crescita del finanziamento netto mediante operazioni pronti contro termine delle posizioni dei "primary dealer" statunitensi. La quota percentuale di tale finanziamento sulle attività totali di questi operatori è quasi raddoppiata fra l'inizio del 2000 e la fine del 2003 (grafico VII.10, diagramma di sinistra). Il senso di sicurezza derivante dal più diffuso impiego di tecnologie avanzate per la gestione del rischio e dalla maggiore tolleranza mostrata dagli azionisti verso la volatilità del reddito in un periodo di crescita degli utili ha probabilmente rafforzato la tendenza delle banche a operare direttamente sul mercato.

#### *Pericoli potenziali*

Il principale pericolo derivante dall'accresciuta assunzione di rischio è che il settore finanziario diventi più vulnerabile di fronte a inattesi sviluppi avversi concernenti la crescita economica e l'evoluzione dei tassi di interesse.

Vulnerabilità di fronte a un rialzo dei tassi ...

Il rischio maggiore connesso con l'intensa ricerca di impieghi, di cui si è parlato poc'anzi, è che le banche abbiano praticato condizioni di prezzo troppo accomodanti basandosi sulla previsione ottimistica di un durevole contesto di bassi tassi di interesse e di rapida crescita economica. La ristrettezza dei differenziali riduce considerevolmente la capacità di assorbire eventuali perdite. In caso di crescita squilibrata o più lenta ciò potrebbe tradursi in una quota di insolvenze delle imprese mutuarie superiore a quella stimata dalle banche nella definizione degli spread e, quindi, in un volume inaspettatamente elevato di perdite su crediti. Un settore finanziario indebolito da un contesto macroeconomico sfavorevole potrebbe a sua volta deprimere ulteriormente l'economia, divenendo ad esempio più restrittivo nell'erogazione del credito.

... e a una curva dei rendimenti più piatta

Quanto alla negoziazione in proprio di strumenti a reddito fisso da parte delle banche d'affari, il rischio principale deriva dal fatto di basarsi su un'abbondante liquidità e sull'accentuata inclinazione della curva dei rendimenti. Taluni intermediari incorrerebbero in pesanti perdite qualora si prosciugasse la liquidità o la curva si appiattisse al di là delle aspettative già incorporate negli attuali tassi a termine. Inoltre, la simultanea liquidazione di ingenti posizioni potrebbe causare o accentuare movimenti sfavorevoli dei prezzi, specie nei mercati fortemente concentrati (Capitolo VI).

Una preoccupazione di questo tipo è stata espressa dalle autorità USA riguardo all'indebitamento delle agenzie federali di credito. Nel settembre 2003 tali istituti riportavano in bilancio passività per complessivi \$2,4 trilioni. Il ricavato di queste passività è stato impiegato per acquisire portafogli di prestiti ipotecari e titoli emessi a fronte di ipoteche, il cui valore è altamente

sensibile alle variazioni dei tassi di interesse o dell'attività di rifinanziamento. Sebbene gli istituti in parola continuino a coprirsi da questi rischi, l'entità delle esposizioni ha fatto sorgere interrogativi sulla capacità del sistema nel suo insieme di assorbire ordinatamente l'impatto di un rialzo dei tassi. Poiché la copertura implica la vendita di titoli a lungo termine allorché i rendimenti aumentano, i contraccolpi sul mercato obbligazionario potrebbero essere significativi.

## Debito delle famiglie e stabilità finanziaria

Come già si è detto, la buona tenuta del settore bancario va in parte attribuita alla forte domanda di prodotti finanziari, in particolare servizi ipotecari e credito al consumo, proveniente dalle famiglie. Per le banche la crescita dei finanziamenti a questo settore ha non soltanto costituito una fonte di ricavi da commissioni, ma anche mitigato il rischio creditizio grazie alla buona qualità dei prestiti ipotecari in un contesto di prezzi crescenti delle abitazioni.

Negli ultimi anni l'indebitamento delle famiglie è salito in molti paesi a livelli storicamente elevati, a causa soprattutto del basso costo del credito e dell'allentamento dei vincoli di liquidità. La crescita del debito è stata particolarmente sostenuta in Australia, Paesi Bassi e Spagna – dove nell'ultimo quinquennio si sono registrati mediamente tassi annui di incremento del

Il debito delle famiglie è aumentato fortemente ...

Prezzi degli immobili residenziali e debito delle famiglie					
	Immobili residenziali			Debito delle famiglie <sup>1</sup>	
	1995-2002	2003	2003	1995-2002	2003
	variazione nominale <sup>2</sup>		livello <sup>3</sup>	variazione nominale <sup>2</sup>	
Stati Uniti	5,8	8,0	100	8,2	10,8
Giappone <sup>4</sup>	-3,0	-5,8	65	0,3	-0,1
Germania	0,1	-1,0	84	4,2	1,0
Regno Unito	11,9	10,0	100	8,5	9,3
Francia	4,8	16,4	100	7,1	7,2
Italia	3,7	10,7	100	8,4	6,6
Canada	3,6	11,0	100	5,9	6,2
Spagna	9,8	17,3	100	14,5	12,6
Paesi Bassi	11,2	3,6	100	13,3	9,4
Australia	9,0	18,9	100	12,4	11,9
Svizzera	0,1	2,8	67	3,3	6,6
Belgio	5,4	7,6	100	3,5	2,2
Svezia	8,0	6,1	100	7,1	8,2
Norvegia	8,3	3,7	97	8,3	6,7
Danimarca	7,1	3,2	100	8,2	8,2
Finlandia	8,2	7,4	84	7,0 <sup>5</sup>	12,3
Irlanda	14,5	13,9	100	...	...

<sup>1</sup> Categoria dei conti finanziari nazionali ove disponibile, altrimenti passività verso le banche; dati in parte stimati. <sup>2</sup> Su base annua, in percentuale. <sup>3</sup> Precedente massimo dei prezzi reali degli immobili residenziali = 100. <sup>4</sup> Terreni fabbricabili. <sup>5</sup> 1996-2002.

Fonti: Nomisma; Office of Federal Housing Enterprise Oversight; Wüest & Partner; statistiche nazionali; stime BRI.

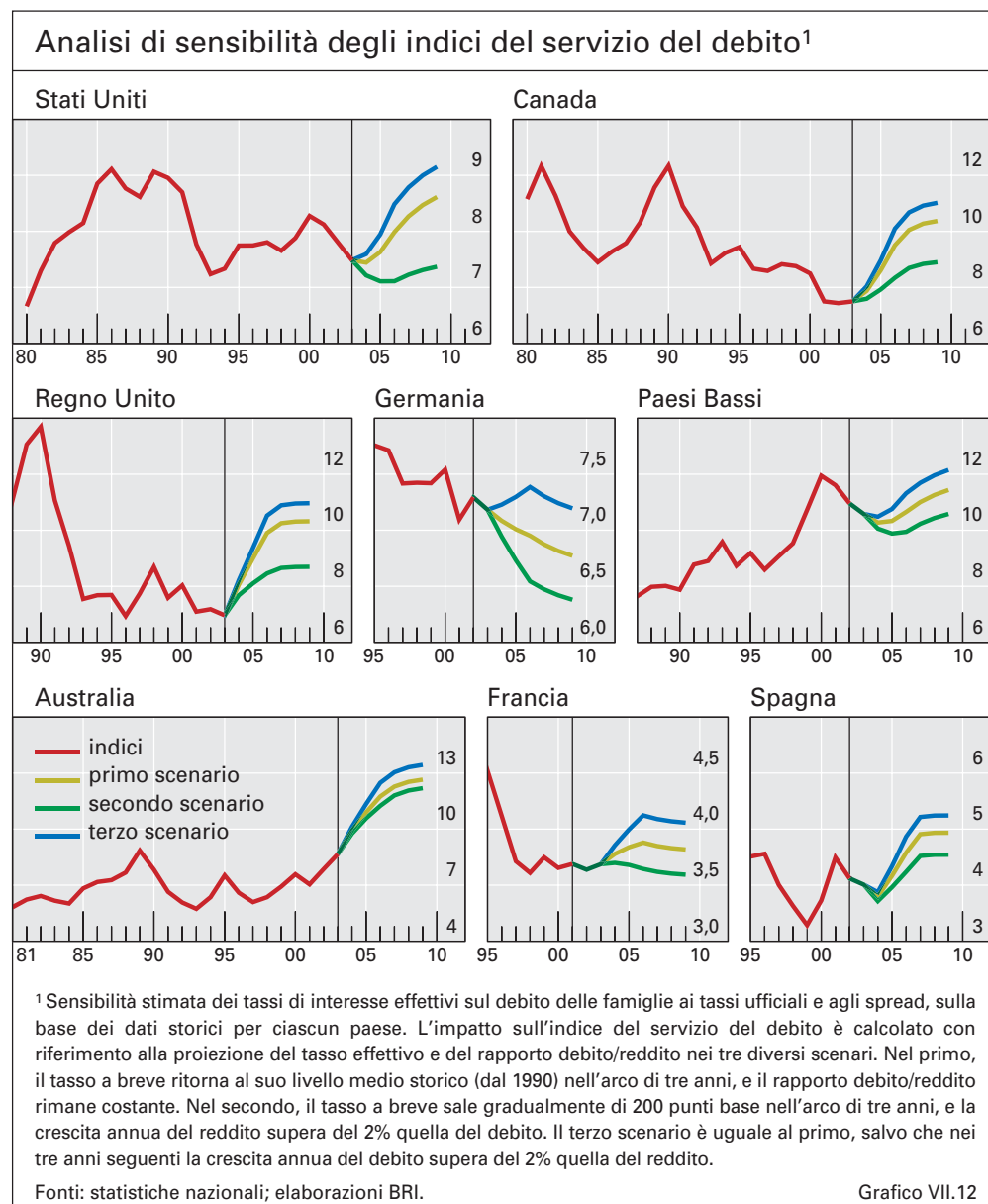
Tabella VII.4



12-15% -, seguiti da Italia, Regno Unito, Stati Uniti e vari paesi nordici (tabella VII.4). All'estremo opposto, in Germania e Giappone le passività delle famiglie sono rimaste praticamente stazionarie. Nel complesso, il rapporto fra debito e reddito disponibile del settore è cresciuto costantemente nella maggior parte delle economie industriali, salendo in media dal 90% circa nel 1990 al 115% nel 2003.

... così come la  
ricchezza ...

L'espansione del debito delle famiglie è avvenuta sullo sfondo di rapidi guadagni di ricchezza e di tassi di interesse molto bassi. In effetti, durante il trascorso decennio è fortemente aumentato il valore delle attività detenute dal settore, dapprima per l'ascesa delle quotazioni azionarie e quindi per il rincaro delle abitazioni. Nel 2003, in particolare, il buon andamento di entrambi i mercati si è tradotto in un sensibile incremento del patrimonio netto delle famiglie nell'area dell'OCSE. Di conseguenza, l'accumulo di debito appare meno consistente se rapportato alla crescita delle attività aggregate, anziché a



quella del reddito disponibile. Per quanto concerne i tassi di interesse, si può osservare che l'indice del servizio del debito, un parametro fondamentale della solidità finanziaria del settore, è rimasto in numerosi paesi al di sotto delle medie storiche, soprattutto a causa del costo eccezionalmente basso del denaro (grafico VII.12).

Nondimeno, l'elevato indebitamento suscita interrogativi riguardo alla vulnerabilità dei bilanci delle famiglie consumatrici. Ciò potrebbe parimenti avere conseguenze sulla stabilità del sistema finanziario.

Un primo ordine di preoccupazioni è collegato a un eventuale aumento dei tassi di interesse. Il conseguente aggravio dell'onere debitorio potrebbe causare insolvenze sui prestiti ipotecari e perdite per gli intermediari finanziari. Fatto importante, le conseguenze di un rialzo dei tassi varierebbero notevolmente da un paese all'altro a seconda delle caratteristiche del sistema nazionale, come ad esempio la durata del tasso ipotecario applicato, il costo del rifinanziamento, il grado di sviluppo della cartolarizzazione, i costi di transazione e il trattamento fiscale della proprietà immobiliare. Laddove prevalgono i mutui a tasso variabile, come in Australia, Irlanda, Spagna, Regno Unito e nella maggior parte dei paesi nordici, un aumento dei tassi di interesse, specie se inatteso, ricadrebbe immediatamente sulle famiglie. Le difficoltà finanziarie di queste ultime potrebbero poi tradursi in un deterioramento degli impieghi degli intermediari. Per contro, nei paesi in cui predominano i tassi fissi, come Francia, Germania, Italia e Stati Uniti, il rischio di interesse viene sopportato direttamente dalle istituzioni creditizie. Le strategie di copertura a fronte del rischio di interesse perdono molta della loro efficacia allorché esistono opzioni di rifinanziamento poco onerose, che introducono un rischio di rimborso anticipato. Altri fattori tendono a limitare la vulnerabilità delle banche di fronte a tensioni sul mercato ipotecario. Nei paesi in cui è ben sviluppata la cartolarizzazione, i crediti immobiliari potrebbero essere ceduti al di fuori del sistema bancario, trasferendo così parte del rischio di interesse al mercato dei capitali. Inoltre, la deducibilità fiscale degli interessi ipotecari passivi tende ad abbassare il tasso effettivo pagato sui prestiti contratti dalle famiglie, e quindi a ridurre la reattività dei costi per il servizio del debito ai movimenti dei tassi di interesse.

È peraltro alquanto improbabile che i tassi di interesse costituiscano di per sé una grave minaccia per la posizione di bilancio delle famiglie. Mantenendo costante il rapporto debito/reddito, un innalzamento dei tassi a breve tende ad aumentare il tasso effettivo sulle passività e, di conseguenza, l'onere per il servizio del debito. Tuttavia, calcoli approssimativi effettuati sulla base di dati aggregati indicano che nella maggior parte dei paesi (con l'eccezione notevole dell'Australia) l'indice del servizio del debito rimarrebbe ben al di sotto dei massimi storici anche nell'ipotesi di un consistente rialzo dei tassi (primo scenario del grafico VII.12). Ad esempio, nel Regno Unito un ritorno del tasso ufficiale al livello medio di lungo periodo (ossia un aumento di 335 punti base) nell'arco di tre anni farebbe salire l'indice a poco più del 10%, un valore ben al di sotto del picco raggiunto all'inizio degli anni novanta.

L'impatto delle variazioni dei tassi di interesse sul servizio del debito dipende anche in modo cruciale dalla dinamica del reddito. Qualora

... rendendo  
il settore  
vulnerabile ...

... a un aumento  
dei tassi  
di interesse ...

... o a una più  
lenta crescita del  
reddito

l'economia registrasse una forte ripresa e il reddito crescesse più rapidamente del debito, l'incremento dell'onere per il servizio del debito sarebbe assai inferiore. Se invece il rapporto debito/reddito dovesse continuare a salire, un rialzo dei tassi potrebbe causare considerevoli difficoltà finanziarie al settore delle famiglie (terzo scenario nel grafico VII.12).

L'esposizione delle banche ai prezzi delle abitazioni ...

Il secondo aspetto critico riguarda la possibilità che una crescita sostanzialmente più lenta, o addirittura un calo, dei prezzi delle abitazioni costringa le famiglie a ridurre la spesa. E se ciò avvenisse prima che si sia ben consolidato il recupero delle imprese, al settore finanziario verrebbe a mancare un importante fattore di resilienza. Se poi i prezzi finissero per calare, ciò provocherebbe con ogni probabilità numerose insolvenze e tensioni finanziarie. L'intensità di questo effetto di retroazione dipende in parte dai limiti prudenziali posti al rapporto fra prestito e valore dell'immobile sottostante. Tale rapporto varia notevolmente a seconda dei paesi: dal 50% in Italia al livello eccezionalmente alto del 110% rilevato recentemente nei Paesi Bassi. L'effetto di un elevato rapporto prestito/valore si rafforza allorché viene applicata ai mutui una contabilità basata sul valore corrente di mercato dell'immobile (come avviene nella maggioranza dei paesi industriali, eccetto Danimarca, Germania e Svizzera).

... e al debito delle famiglie ...

Queste considerazioni valgono per il settore delle famiglie nel suo insieme, ma l'impatto degli shock potrebbe non essere lo stesso per i vari sottogruppi. Le famiglie con bassi livelli di reddito, che sono quelle probabilmente più colpite da una contrazione dell'attività economica o da un aumento della disoccupazione, presentano un onere per il servizio del debito relativamente elevato. Negli Stati Uniti, ad esempio, un quarto circa delle unità familiari a più basso reddito evidenzia un rapporto servizio/reddito superiore al 40%. Per contro, soltanto il 2,5% delle famiglie nel decile più alto di reddito ha un grado di leva finanziaria comparabile. La distribuzione delle passività fra le diverse categorie di famiglie può pertanto essere una variabile importante di cui tener conto nel valutare il rischio connesso con il crescente indebitamento del settore.

... è soltanto indiretta

In sintesi, quand'anche l'indebitamento delle famiglie non comporti un grande rischio diretto per gli intermediari finanziari, esso potrebbe comunque avere un impatto indiretto, sotto forma di un'accresciuta reattività della spesa per consumi ai tassi di interesse e ai prezzi delle attività (Capitolo II). Un eventuale marcato rallentamento dei consumi graverebbe presumibilmente anche sui profitti delle imprese e sulla loro capacità di assicurare il servizio del debito. Non si può inoltre escludere la possibilità che tali shock avversi, ossia un rialzo dei tassi e un calo dei prezzi delle attività, avvengano simultaneamente. In questo caso gli effetti macroeconomici derivanti dal maggiore indebitamento sarebbero più complessi, e il rischio indiretto per le istituzioni finanziarie diverrebbe più difficile da controllare.

## VIII. Conclusioni: cambiamento, incertezza e governo delle politiche

È innegabile la sensazione di sollievo suscitata dai progressi nella crescita economica annunciati di recente, specie – ma non solo – per quanto concerne gli Stati Uniti. Basterebbe tornare indietro a meno di un anno fa, quando alcune economie sembravano sulla soglia della deflazione e i responsabili delle politiche stavano seriamente vagliando le opzioni disponibili per fronteggiare un eventuale contesto deflazionistico. In un anno possono cambiare molte cose. Oggi prevalgono aspettative di un'espansione costante e sostanzialmente non inflazionistica, benché su di essa gravino crescenti incertezze geopolitiche. Dal canto loro, le autorità hanno cominciato a rivolgere l'attenzione alle modalità più adeguate con cui recedere dalle politiche di forte stimolo adottate nel recente passato.

Valutare gli effetti di un siffatto cambiamento non sarà facile. Negli ultimi anni il panorama economico si è modificato per vari importanti aspetti, ed è tuttora in continuo divenire. Lo sviluppo tecnologico ha migliorato le prospettive per una crescita più rapida e un'inflazione più contenuta, due tendenze già evidenti negli Stati Uniti. L'apertura commerciale di colossi quali la Cina e l'India offre analoghe opportunità di miglioramento, sia per le popolazioni di questi paesi sia a livello più generale. Al tempo stesso, tale evoluzione comporta adattamenti strutturali di rilievo, ad esempio nelle forze di lavoro delle economie industriali. È divenuto più difficile stimare con precisione il livello della crescita potenziale, o quello del pieno impiego, così come orientare l'azione di governo basandosi su grandezze endogene di questo tipo.

Anche il profilo finanziario dell'economia mondiale si è trasformato negli ultimi anni. I progressi tecnologici e la deregolamentazione hanno contribuito ad aumentare l'efficienza e la robustezza dei mercati. Queste nuove caratteristiche, insieme ai miglioramenti nella gestione e nel controllo dei rischi, spiegano in certa misura la resilienza di cui ha continuato a dar prova l'economia di fronte ai recenti shock. Tuttavia, la liberalizzazione finanziaria potrebbe parimenti aver favorito l'occasionale tendenza dei mercati a spingersi troppo oltre e ad accentuare le propensioni cicliche dell'economia reale. Non da ultimo, poiché grazie ai nuovi mercati è sempre più agevole monetizzare la ricchezza, la percezione che di essa hanno gli operatori ha assunto una rilevanza maggiore quale determinante della spesa. Tali percezioni sono intrinsecamente difficili da misurare, sono soggette a errori per quanto attiene alle grandezze sottostanti e possono rapidamente trasformarsi in delusioni. Tutto ciò complica l'esatta comprensione dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria.

Infine, lo stesso quadro di riferimento delle politiche economiche è mutato negli ultimi decenni, laddove le autorità si sono concentrate con maggiore successo sul mantenimento di un'inflazione bassa e stabile. Ciò ha contribuito

chiaramente a stabilizzare sia la dinamica dei prezzi che le aspettative inflazionistiche, due esiti ugualmente desiderabili. In tale contesto, è possibile non solo allocare le risorse in maniera più efficiente, ma altresì spingersi con minor timore fino ai limiti del potenziale produttivo. Nondimeno, vi è anche una crescente consapevolezza che questa gradita stabilità possa avere sgradite conseguenze indirette. Un'inflazione non più percepita come una minaccia, e l'aspettativa che i tassi di interesse non debbano essere innalzati di conseguenza, potrebbero senz'altro incoraggiare comportamenti più imprudenti da parte dei prestatori. Da un lato, ciò potrebbe provocare un aumento a termine dell'inflazione allorché affioreranno le pressioni sottostanti, fors'anche in maniera repentina se le aspettative inflazionistiche dovessero montare rapidamente. Dall'altro, ne potrebbe scaturire un'imprevista virata verso la disinflazione, nel caso in cui il servizio del debito divenisse troppo oneroso o emergessero tensioni significative nel sistema finanziario. Gli shock di domanda potrebbero far pendere l'ago della bilancia nell'una o nell'altra direzione; gli shock negativi di offerta potrebbero condurre a entrambi i risultati in sequenza.

Al momento, il problema che si pone alle autorità sembra essere più probabilmente di natura inflazionistica. Qual è il modo migliore di inasprire le politiche, e comunicarle all'opinione pubblica, così da evitare effetti indesiderati su mercati finanziari in condizioni tese? Guardando indietro all'ultimo decennio, e in particolare agli anni più recenti, appare tuttavia chiaro come il problema più comune sia stato piuttosto quello di ricercare il modo in cui allentare appropriatamente le politiche in risposta a tensioni finanziarie. Di conseguenza, e con un'inflazione per lo più sotto stretto controllo, le politiche monetarie e fiscali sono state generalmente allentate più di quanto non fossero state inasprite nella precedente fase di ripresa. È questa semplice asimmetria aritmetica che potrebbe aver determinato la situazione attuale contraddistinta da tassi ufficiali ai minimi storici nei maggiori paesi industriali e un debito pubblico insostenibilmente elevato in alcune economie.

Fortunatamente, l'economia globale sembra avere imboccato un sentiero di crescita e l'esigenza di stimoli macroeconomici è diminuita. Dovremmo cogliere questa opportunità per riflettere sui processi che hanno impoverito così tanto il nostro strumentario di politica economica. Un argomento ovvio, ancorché non privo di obiezioni, è che tale situazione dovrebbe essere affrontata direttamente mediante più incisivi inasprimenti nelle fasi di alta congiuntura. Inoltre, le politiche volte a rafforzare il sistema finanziario, e a incoraggiare comportamenti più prudenti da parte dei prestatori nei periodi di ripresa, potrebbero contribuire ad alleviare i danni dei cicli recessivi e a ridurre la necessità di drastiche misure di allentamento in futuro. Infine, prendendo atto delle crescenti interdipendenze tra condotta finanziaria e risultati macroeconomici nell'odierno mondo liberalizzato, assume importanza fondamentale un'ancor più stretta collaborazione tra autorità monetarie e di vigilanza.

### Sarà un'espansione sostenibile?

Anche se la gran parte degli osservatori ritiene che la ripresa sia oggi ben radicata un po' ovunque, la questione della sostenibilità continua ad essere

oggetto di straordinaria attenzione. Un motivo di ciò risiede nel fatto che la buona performance complessiva sembra dipendere oltre misura da due particolari punti di forza: la domanda interna sia nelle maggiori economie anglofone che in Cina. In entrambi i casi diverse variabili economiche hanno mostrato prolungati scostamenti dai parametri storici tradizionali (“squilibri”). Giacché i processi economici tendono nel lungo termine a tornare sui valori medi, prudenza vuole che le autorità dedichino la dovuta attenzione agli squilibri ampi, specie se vi sono ragioni per attendersi negativi effetti di retroazione sull’economia reale. Benché non sia facile quantificare la durata del lungo termine, e le instabilità tendano tradizionalmente a permanere molto più a lungo del previsto, l’esperienza insegna che raramente gli squilibri rientrano in maniera indolore.

Accennare a un’influenza smisurata degli Stati Uniti e della Cina nell’attuale fase di recupero equivale anche a dire che il Giappone e le maggiori economie dell’Europa continentale non stanno facendo la loro parte. Nonostante alcuni segnali di un’inversione di tendenza, in entrambi i casi la domanda interna resta debole e la ripresa eccessivamente dipendente dalla crescita futura delle esportazioni.

Fra i paesi con tassi di espansione più modesti, il Giappone vanta prospettive relativamente più favorevoli. Gli investimenti delle maggiori società hanno finalmente ripreso slancio, di riflesso agli accresciuti cash flow e a bilanci molto più solidi. Inoltre, i consumatori hanno ridotto i saggi di risparmio privilegiando la spesa, una dinamica che potrà essere ulteriormente incoraggiata da un incremento dell’occupazione. Per le imprese di minori dimensioni, tuttavia, l’orizzonte comincia solo ora a rischiararsi, e non è certo che il sistema finanziario sia migliorato in misura tale da fornire il sostegno potenzialmente necessario ad alimentare una crescita sostenibile in futuro. Comunque sia, nel comparto della “old economy” molte società risultano tuttora sovraindebitate, mentre in quello della “new economy” vincoli regolamentari continuano a ostacolare l’accesso di nuove imprese.

Nell’Europa continentale i profitti non sono ancora risaliti abbastanza da incoraggiare gli investimenti, soprattutto perché i bilanci societari rimangono gravati da un debito relativamente elevato. Fino ad oggi anche la spesa per consumi è stata in genere contenuta, specie in Germania; essa potrà crescere vigorosamente solo se si riuscirà a ristabilire un certo grado di fiducia. L’auspicio è che le riforme strutturali intraprese in Europa – anziché smorzare l’ottimismo, come sembrano fare attualmente – finiscano col promuovere il benessere agli occhi della collettività, orientando di conseguenza l’umore dei consumatori. Questa probabilità potrebbe aumentare laddove le riforme fossero ritenute più incisive, esaurienti e coerenti di quanto non indichino i frammentari approcci attuali. Un nuovo calo dell’inflazione al disotto del 2% tornerebbe utile non solo ai consumatori, ma anche alla stessa Banca centrale europea.

Il comportamento dei consumatori negli Stati Uniti ha evidenziato un profilo diverso e più favorevole, ma destinato anche ad avere implicazioni per l’avvenire. La concomitanza di sviluppi insoliti sui mercati del lavoro e del debito merita particolare attenzione. Malgrado i chiari progressi compiuti di

recente, dal punto minimo della fase recessiva la domanda di lavoro negli Stati Uniti è rimasta nel complesso assai debole, anche in confronto alla "jobless recovery" dei primi anni novanta. Mentre la quota del lavoro sui redditi dei fattori è calata nettamente, quella dei consumi sulla spesa statunitense ha continuato ad ampliarsi, proseguendo la tendenza iniziata nel decennio scorso. La spesa recente è stata finanziata in misura considerevole dai tagli di imposta, ma i consumatori USA hanno altresì fatto massiccio ricorso all'accumulazione di debito per modulare i consumi. Già da qualche tempo il debito delle famiglie cresce più rapidamente del reddito, e il rapporto fra le due grandezze si approssima ormai ai massimi storici. In particolare, le famiglie statunitensi hanno trovato più economico e vantaggioso rifinanziare i prestiti immobiliari allorché i tassi ipotecari hanno piegato verso il basso e le abitazioni sono rincarate. Ciò ha consentito loro di ridurre i pagamenti mensili per interessi, aumentare i flussi di cassa o realizzare le plusvalenze immobiliari per finanziare la spesa. Questo fenomeno è stato osservato anche nel Regno Unito, in Australia, Nuova Zelanda, Spagna e in alcune economie europee minori.

Possono tali tendenze essere fonte di preoccupazione? Da un lato si potrebbe asserire che, grazie all'accresciuta efficienza finanziaria e ai minori tassi di interesse, in molti paesi – fra cui gli Stati Uniti – è stato possibile innalzare in maniera durevole i limiti di sostenibilità del debito. Di conseguenza, i più elevati livelli di indebitamento non sarebbero uno squilibrio da correggere. In concomitanza con la temporanea decelerazione della dinamica salariale negli Stati Uniti, dovuta in ampia misura all'abbattimento dei costi reso possibile dai guadagni di produttività, l'incremento del debito ha permesso di mantenere i consumi in modo da accrescere i livelli del benessere. Guardando in prospettiva, la maggiore incidenza dei profitti sui redditi dei fattori ha già condotto a un aumento della spesa per investimenti che, con l'andar del tempo, dovrebbe sostenere la crescita sia del prodotto sia dei posti di lavoro. A rigor di logica, nel lungo periodo dovrebbero essere questi gli effetti benefici degli incrementi di produttività. In un tale contesto, l'accumulo di debito dovrebbe rallentare e l'onere per il servizio contrarsi a sua volta.

Pure, non tutti gli osservatori condividono questo punto di vista, in particolare quanti guardano ai problemi transitori di più breve termine. Viste l'entità e la portata dei recenti mutamenti strutturali, alcuni ritengono che la domanda di lavoro resterà debole, e ciò non solo negli Stati Uniti ma anche in altre economie industriali. Ad esempio, gli incrementi nella produttività del lavoro USA potrebbero cominciare a riverberarsi altrove, comportando problemi transitori che altri paesi potrebbero reputare finanche più difficili da risolvere. Sembra destinato a perdurare anche il rialzo del costo del lavoro (comprese le prestazioni sanitarie e di altro tipo), rispetto a quello flettente dei beni di investimento. A ciò si aggiunga il costante aumento della concorrenza in termini di minor costo della manodopera proveniente dalle nuove economie di mercato emergenti. Qualora ne conseguisse un deterioramento nella fiducia dei consumatori o, in alternativa, il raggiungimento del limite massimo di sostenibilità del debito delle famiglie, potrebbe essere messa a dura prova la disponibilità di imprese ancora pesantemente indebitate a investire i maggiori profitti derivanti dalla più rapida crescita della produttività.

Se i livelli dell'indebitamento di famiglie e imprese finiranno col porre un freno alla spesa dipenderà in parte dai tassi di interesse e dall'impatto del servizio del debito. Ovviamente, gestire un rialzo dei tassi in risposta a una protratta ripresa dell'economia sarà molto più agevole che non in assenza di una siffatta ripresa. Tuttavia, il livello dei prezzi delle attività è un altro importante fattore, poiché influisce sia sulla disponibilità a spendere sia sulla capacità di raccogliere fondi dietro prestazione di garanzie. Nel periodo in esame i prezzi delle azioni e degli immobili residenziali sono cresciuti notevolmente in un ampio novero di paesi, forse anche per effetto dell'eccezionale liquidità dei mercati finanziari globali. Qualunque sia la causa, in molti casi i prezzi delle attività si situano ormai a livelli che appaiono ragguardevoli in confronto ai parametri di riferimento tradizionali. Se oggi tali quotazioni subissero un calo, sarebbe troppo sperare che la spesa non ne risenta. Anzi, quand'anche i prezzi si limitassero a stabilizzarsi, il contributo alla crescita fornito dall'accumulazione della ricchezza potrebbe venir meno. Il recente rallentamento della spesa per consumi nei Paesi Bassi illustra chiaramente questo effetto.

Si potrebbe andare anche oltre, e chiedersi se il volume della spesa associato alla monetizzazione di plusvalenze immobiliari non debba prima o poi essere ridimensionato, almeno in parte. Gli incrementi di valore che rispecchiano aspettative di una più alta redditività del capitale rappresentano "ricchezza" a tutti gli effetti, che all'occorrenza può essere spesa in anticipo sul realizzo. Se tali aspettative si rivelano corrette, non si rende necessario il reintegro dei fondi. In caso di aumento dei prezzi degli alloggi, tuttavia, il plusvalore dell'attività ha come contropartita il valore delle passività future, ossia i costi abitativi. Il permanere di prezzi elevati tenderà a ridurre nel prevedibile futuro il reddito e la spesa discrezionali di coloro che non posseggono la casa di abitazione. Per converso, in caso di flessione dei prezzi, l'onere dell'aggiustamento futuro ricadrà su quanti si erano indebitati a fronte dell'aumento di valore dell'immobile, spendendone il ricavato. Sono costoro che rischiano di trovarsi di fronte a fallaci guadagni di ricchezza e a un incremento del debito tutt'altro che illusorio.

Un'ultima preoccupazione attiene agli squilibri esterni e alle loro implicazioni per le prospettive di crescita a livello mondiale. In particolare, la spesa per consumi e il connesso disavanzo del conto corrente negli Stati Uniti sono stati finanziati in definitiva con fondi mutuati all'estero. Almeno fino ad epoca recente, gran parte di questi fondi è stata fornita su base volontaria da prestatori del settore privato. Benché gli afflussi di capitali privati verso gli Stati Uniti abbiano assunto sempre più la forma di acquisti obbligazionari, in teoria facilmente reversibili, il rendimento richiesto ha mostrato fino a metà aprile 2004 una tendenza più flettente che ascendente. L'interesse per le attività in dollari USA, in particolare, è stato sorretto dal fatto che gli oneri per il servizio del debito non sono finora cresciuti di pari passo con l'aumento dello stock dell'indebitamento esterno. A fornire un ulteriore contributo è stata inoltre l'aspettativa di un'espansione duratura e relativamente veloce negli Stati Uniti. Nelle attuali circostanze, il rischio reale sarebbe se quelle aspettative andassero disattese. Ne deriverebbe una carenza di finanziamenti esterni, con effetti inibenti sull'economia. Di fatto, il profilo classico dell'aggiustamento del



conto corrente postula – sulla base di una lunga esperienza storica – un tasso di cambio più debole e un calo della domanda interna dal lato dei debitori, e viceversa dal lato dei creditori.

Due nuove realtà sono altresì destinate a influire sulla dinamica del processo di aggiustamento esterno. La prima è l'elevatissimo livello delle attività in dollari nei portafogli internazionali. La prospettiva di una perdita di ricchezza dovuta a un deprezzamento della moneta USA potrebbe rendere queste attività meno attraenti, o finanche ripercuotersi sui rendimenti obbligazionari globali. Al tempo stesso, le perdite realizzate sul portafoglio estero potrebbero frenare la spesa interna nei paesi creditori. E giacché la spesa in tali paesi dovrebbe invece crescere per compensare l'impatto dell'apprezzamento valutario, nessuno dei due effetti tornerebbe utile al processo di aggiustamento. La seconda è la crescente presenza della Cina e – in misura sempre maggiore – dell'India sulla scena commerciale mondiale. I paesi debitori con tassi di cambio calanti cercheranno di trasferire risorse nella produzione di beni e servizi tradabile di fronte alla nuova eccezionale concorrenza. Nel caso in cui il processo di aggiustamento dovesse perdere slancio, ne potrebbe conseguire la necessità di modifiche ancor più incisive sia nei tassi di cambio sia nei livelli relativi di spesa.

Anche la performance del secondo pilastro dell'attuale crescita globale – la domanda interna in Cina – è caratterizzata da squilibri. I risultati economici del paese negli ultimi trimestri sono davvero sbalorditivi, e lasciano presagire persino un'ulteriore accelerazione dell'attività economica. Se consumi ed esportazioni hanno fornito un sostegno, è stata la spesa per investimenti a evidenziare un vigore straordinario. Specie nel settore manifatturiero, stiamo assistendo a un massiccio ampliamento del potenziale produttivo mondiale.

Si potrebbero sollevare due riserve, entrambe collegate al "surriscaldamento". La prima è essenzialmente di medio periodo. Gran parte della spesa cinese per investimenti è stata sostenuta da amministrazioni locali e aziende pubbliche. Nella misura in cui tali mutuatari non sono motivati da considerazioni di redditività, vi è una maggiore probabilità che gli investimenti si rivelino improduttivi. Anche il fatto che questi ultimi si siano accompagnati a ritmi elevatissimi di espansione della moneta e del credito – in un sistema bancario a controllo statale e con scarsa esperienza nel valutare il rischio creditizio – è degno di nota. Agli inizi degli anni novanta si erano osservati fenomeni di questo tipo, sfociati poi in una netta decelerazione dell'attività economica. La differenza è che la Cina svolge oggi un ruolo molto più importante nell'economia mondiale. Se le importazioni del paese dovessero rallentare bruscamente, potrebbero esservi significative ripercussioni sulla crescita in altri paesi asiatici, e persino altrove. In Medio Oriente, Africa e America latina il sostegno finora fornito dagli elevati prezzi del petrolio e di altre materie prime potrebbe anche venir meno, esponendo ulteriormente a shock potenziali diverse economie emergenti già di per sé vulnerabili.

La seconda riserva, di natura più immediata, è la crescente inflazione in Cina. Mentre in passato i prezzi al consumo non sono variati in stretta sintonia con i prezzi alla produzione, questi ultimi stanno ora impennandosi in misura tale da ripercuotersi sulla stessa inflazione al consumo. Hanno inoltre iniziato

ad affiorare carenze in diversi mercati interni, e misure di razionamento vengono di fatto imposte nei comparti in cui i prezzi sono ancora rigidamente controllati. Anche a causa della domanda cinese, i corsi delle materie di base sono in ascesa in tutto il mondo, sebbene in taluni paesi l'apprezzamento della valuta stia mitigando gli effetti dei rincari. È plausibile che tali pressioni comincino altresì a trasmettersi ai prezzi di altri prodotti sia nelle economie industriali sia in quelle emergenti, sempreché – ovviamente – la ripresa globale si mantenga su livelli sostenuti.

Sul versante dei mercati dei capitali le prospettive sono divenute più instabili, benché continuino ad apparire tutto sommato soddisfacenti. Come rilevato nell'Introduzione, la crescita economica è stata sorretta non solo dai bassi tassi ufficiali e dall'aumento della liquidità, ma anche dal rinnovato interesse per l'assunzione di rischio. Ciò nonostante, l'accoglienza dei mercati si è raffreddata negli ultimi mesi, e i rendimenti obbligazionari a lunga e gli spread sovrani hanno curvato bruscamente verso l'alto. Nella migliore delle ipotesi, ne risulterà un aggravio dei costi per i prenditori sovrani (e altri mutuatari con minore affidabilità creditizia); nella peggiore, insorgeranno tensioni finanziarie. Fortunatamente, il più diffuso perseguimento di accorte politiche economiche nei paesi emergenti ha alquanto ridotto la probabilità di problemi generalizzati, sebbene le economie con deboli posizioni di bilancio o di parte corrente rimangano vulnerabili. I più minacciati sembrano essere taluni paesi dell'America latina e, in misura inferiore, dell'Europa centrale e orientale. Per quanto concerne gli spread sui titoli privati, gli effetti sono stati finora avvertiti solo sulle obbligazioni ad alto rischio, stante il calo delle insolvenze societarie e le aspettative di ulteriori flessioni in futuro.

Tuttavia, non è neanche da escludere che l'avversione al rischio cresca sino al punto da penalizzare indiscriminatamente i più e i meno meritevoli. Allo stato attuale, oltretutto, gli alti livelli di leva finanziaria e la dimensione che paiono aver assunto le operazioni di "carry trade" potrebbero implicare ampie e repentine variazioni di taluni prezzi qualora gli operatori cercassero di coprire le proprie esposizioni. Tecniche di copertura dal rischio di variazioni dei tassi di interesse in uso sul mercato ipotecario statunitense potrebbero accentuare tali tendenze, come dimostra l'aumento dei differenziali sugli swap di tasso la scorsa estate.

In questa situazione, è motivo di conforto il fatto che le istituzioni finanziarie dei principali paesi industriali – ad eccezione ancora una volta del Giappone – siano riuscite a superare non pochi di tali shock negli ultimi tempi, e potrebbero persino trovarsi in una condizione migliore rispetto al passato per assorbirne di nuovi. I coefficienti patrimoniali restano elevati e si è registrato un generale miglioramento sia degli indici di inadempienza sia dei profitti, grazie in ampia misura all'abbattimento dei costi, agli accresciuti introiti da commissioni, alla maggiore attenzione per una corretta determinazione del prezzo dei rischi. Soprattutto negli Stati Uniti, ma anche in altre realtà, le banche sono state in grado di redistribuire un ammontare significativo di rischio creditizio attraverso una serie di strumenti per il suo trasferimento. Se diverse grandi istituzioni internazionali hanno intensificato notevolmente la negoziazione in proprio, i loro sistemi di gestione del rischio di mercato sono

generalmente ritenuti adeguati a tale attività. Ciò, naturalmente, presuppone che la liquidità di cui necessitano mercati ad alta concentrazione per effettuare le transazioni richieste sia assicurata anche in periodi di tensione.

Molte altre istituzioni finanziarie, specie le compagnie di assicurazione e di riassicurazione, sembrano aver compiuto progressi rispetto allo scorso anno; vi hanno contribuito in misura considerevole fattori ciclici quali i forti rialzi dei prezzi delle attività, e in particolare dei titoli azionari. Altrettanto può dirsi per gli schemi pensionistici a prestazione definita, i cui problemi di sottocapitalizzazione sono stati ridimensionati in vario modo. Nonostante la rapida crescita di numerosi hedge fund, eventuali tensioni in questo settore non sembrano oggi destinate ad avere ripercussioni sistemiche. In sintesi, non vi sono ragioni evidenti per ritenere che una contrazione del credito da parte di istituzioni finanziarie in difficoltà possa intaccare in qualche maniera la tenuta della ripresa mondiale.

### Politiche per promuovere la stabilità monetaria e finanziaria

L'attuale recupero dell'economia mondiale sembra accelerare sotto l'influsso di politiche macroeconomiche eccezionalmente espansive, e di fatto insostenibili. Malgrado le numerose minacce che incombono sui ritmi futuri di crescita, lo scenario dominante prefigura una ripresa duratura e persino in aumento. Sulla base di questo assunto, la sfida per le politiche monetarie e fiscali nell'immediato consiste nel ripristinare condizioni di maggiore normalità, avendo cura di evitare ogni spinta all'instabilità. A più lunga scadenza, la sfida sarà quella di istituire un più solido quadro di riferimento, atto a promuovere la stabilità monetaria e finanziaria in un'economia globale la cui infrastruttura è mutata radicalmente ed è tuttora soggetta a continui cambiamenti.

Per gli Stati Uniti il problema a breve termine risiede nella maggiore o minore rapidità con cui inasprire la politica monetaria, una decisione che richiede un'attenta comparazione delle perdite che potrebbero derivare da un ritmo troppo veloce ovvero da uno troppo lento. Da un lato, finché sussistono dubbi circa la sostenibilità della ripresa, un "approccio lento" presenta ovvi vantaggi. La stessa conclusione vale nel caso in cui si reputi che i guadagni di produttività correnti abbiano creato una situazione di sottoutilizzo di capacità tale da impedire un aumento dell'inflazione, anche in presenza di una crescita più sostenuta. In altri termini, un aumento eccessivamente veloce dei tassi ufficiali comporta molto probabilmente costi economici in termini reali. Dall'altro lato, il mantenimento dei tassi agli attuali livelli storicamente bassi potrebbe inavvertitamente condurre a una recrudescenza dell'inflazione in seguito; vi è altresì il rischio che esso possa concorrere a un ulteriore accumulo di squilibri finanziari, che col tempo potrebbe gravare sull'economia reale. Se l'esigenza di ricercare un giusto equilibrio fra le opzioni disponibili è ovvia, la risposta appropriata lo è molto meno.

Il dilemma è accentuato dal fatto che anche i tassi a lunga, e non solo quelli ufficiali, paiono ancora piuttosto bassi nonostante la recente risalita. I tassi a lungo termine sono stati inoltre interessati di recente da episodi di alta volatilità. Occorre tener presente il rischio che, nella loro ascesa, i tassi di

interesse possano reagire a dismisura, rallentando il recupero dell'economia statunitense e producendo al tempo stesso effetti indesiderati sui mercati obbligazionari esteri. Presumibilmente, questo rischio è più elevato nell'ipotesi di "approccio lento", dove maggiore è la probabilità che le aspettative inflazionistiche aumentino, e che si renda quindi necessario un drastico aggiustamento dei tassi ufficiali.

Il ricorso a una strategia di comunicazione per gestire le aspettative degli operatori circa i futuri aumenti dei tassi ufficiali può rivelarsi essenziale al fine di assicurare che la volatilità di mercato non divenga eccessiva. Tuttavia, l'esperienza recente mostra come questo compito sia tutt'altro che facile. In un contesto di alti livelli di debito e di crescenti disavanzi pubblici, i mercati potrebbero dividersi in due fazioni. La prima potrebbe sospettare che vi sia maggiore tolleranza nei confronti dell'inflazione o, cosa più verosimile, che quest'ultima finisca inavvertitamente per accelerare. L'altra potrebbe temere un processo altrettanto involontario di debito/deflazione, destinato a innescare movimenti dei prezzi nella direzione opposta.

Alla luce di tutto ciò la chiarezza è quanto mai raccomandabile, soprattutto per quanto concerne gli obiettivi di politica economica. Considerazioni tattiche sulla "politica di uscita" della Federal Reserve dall'indirizzo espansivo potrebbero spiegare in parte il rinnovato interesse per obiettivi espliciti di inflazione negli Stati Uniti. Considerazioni analoghe sono state formulate in Giappone, dove la lotta alla deflazione della banca centrale ha creato un imponente eccesso di riserve bancarie dagli effetti potenzialmente inflazionistici. La scelta di un sistema basato sull'"inflation targeting" sarebbe utile per inviare – specie ai mercati obbligazionari – il messaggio che le autorità non intendono lasciare l'inflazione in balia di se stessa. Se sia poi opportuna altrettanta chiarezza in ciò che concerne la futura definizione degli strumenti di politica monetaria è più opinabile: qualora essa incoraggiasse strategie di leva e l'assunzione di posizioni, e le condizioni oggettive dovessero in seguito cambiare comportando manovre a sorpresa, gli effetti negativi potrebbero essere ingenti.

La scelta di un quadro di riferimento a medio termine – per la politica monetaria così come per altre politiche – va tuttavia basata principalmente su considerazioni di ordine più strategico. Il dibattito sui pro e i contro dell'"inflation targeting" è tuttora in corso. Fra i meriti di questo sistema figurano la chiarezza di intenti, la maggiore credibilità laddove gli obiettivi vengono raggiunti e la maggiore responsabilizzazione nel caso contrario. Viceversa, si potrebbe argomentare che esso non aggiunge credibilità alla posizione di banche centrali con solidi precedenti in tema di lotta all'inflazione, e che potrebbe rivelarsi troppo rigido per affrontare le complessità di un mondo moderno in cui gli squilibri finanziari possono emergere con maggiore rapidità.

In effetti, un numero crescente di banche centrali sembra ritenere che – alla luce di tali squilibri – potrebbe essere talora opportuno modificare l'orientamento monetario anche in presenza di prospettive apparentemente favorevoli per l'inflazione dei prezzi al consumo nel breve termine. Allo scopo di evitare che i mercati vedano negli scostamenti dal quadro prefissato il ritorno a una discrezionalità di fatto, se non anche una maggiore condiscendenza verso l'inflazione in futuro, potrebbe essere raccomandabile che le autorità monetarie

rendano note in anticipo tali contingenze. La presenza di vincoli accessori nella conduzione della politica monetaria non sembrerebbe porre un problema significativo alle banche centrali che perseguono obiettivi espliciti di inflazione e che godono di un'affermata reputazione. Anzi, la sola prospettiva che tali vincoli siano attivati potrebbe avere l'ulteriore effetto benefico di moderare fin dall'inizio l'accumulo di eccessi finanziari.

Una seconda considerazione di medio termine interessa non solo le politiche monetarie, ma anche quelle fiscali, prudenziali e strutturali. Si potrebbe argomentare che sia in genere necessaria una maggiore simmetria nell'applicazione delle politiche durante il ciclo economico – intervenendo con pari vigore nelle fasi ascendenti e in quelle discendenti –, per evitare che si accumulino problemi di più lungo periodo. Si consideri anzitutto il caso della politica monetaria, specie nel contesto di una ripresa accompagnata da crescenti squilibri finanziari. Un indirizzo iniziale generalmente più restrittivo potrebbe frenare gli eccessi maggiori, ovviando così alla necessità di drastici allentamenti successivi. Un siffatto approccio potrebbe ridurre non solo il rischio di aggravare gli squilibri esistenti, ma anche la probabilità di toccare la soglia zero dei tassi ufficiali. Sul versante della politica di bilancio, la recente esperienza di Francia e Germania costituisce un chiaro esempio di come la mancanza di un adeguato rigore fiscale durante la ripresa possa restringere lo spazio di manovra nella fase di rallentamento dell'economia. Le normative contabili che consentono di attenuare indebitamente la percezione delle future perdite su crediti nei periodi favorevoli, salvo poi ad accrescerla in fase di recessione allorché quelle perdite si concretizzano, sono un altro aspetto dello stesso problema. Infine, la mancata attuazione di riforme strutturali nei momenti di alta congiuntura significa o che tali riforme non saranno mai introdotte o che verranno proposte quando i tempi sono già incerti, pregiudicando così il clima di fiducia a breve termine.

Un'ulteriore questione di medio periodo attiene alla scelta del regime valutario. Alla luce della dimensione del disavanzo corrente statunitense e delle attuali eccedenze in Asia, è stato asserito che il mantenimento del tasso di cambio fisso fra il renminbi cinese e il dollaro USA costituisce un ostacolo al processo di aggiustamento globale. Inoltre, esso potrebbe contribuire all'eccessiva espansione del credito ora osservata in Cina. Questi effetti sono stati amplificati da quando, in coincidenza con il calo parallelo di renminbi e dollaro, diverse altre autorità monetarie asiatiche hanno parimenti aggiustato le loro politiche, ad esempio intensificando gli interventi sul mercato dei cambi. Ne è conseguito in molti casi un deprezzamento in termini effettivi delle valute asiatiche. In taluni paesi, le preoccupazioni per la perdita di competitività e di posti di lavoro sono state acuite dal desiderio di accumulare riserve da utilizzare per eventuali crisi future. Di ciò si è talvolta parlato in termini di "lezione" appresa dalla crisi asiatica. Ancorché valido, questo insegnamento non dovrebbe offuscarne un altro, che pure deriva da quel periodo: il mantenimento del tasso di cambio reale su livelli bassi attira flussi di capitali che possono aumentare le probabilità di crisi.

Sulla base di ciò, sarebbe semplice e comodo concludere che la Cina, e gli altri paesi asiatici a loro volta, debbano rimuovere i rimanenti controlli

sui movimenti di capitale e lasciar fluttuare più liberamente le loro valute. Purtroppo, questa semplice deduzione potrebbe non essere quella giusta. La Cina svolge un ruolo centrale nelle decisioni di politica valutaria della regione, ed è confrontata ad alcuni vincoli interni assai peculiari. I mercati finanziari del paese si trovano ancora a uno stadio precoce di sviluppo; il sistema bancario continua a presentare enormi problemi; a tutt'oggi non sono operanti strutture in grado di assicurare un'efficace sorveglianza prudenziale. Svincolare il tasso di cambio in assenza di adeguati controlli sui movimenti di capitale potrebbe avere conseguenze difficilmente prevedibili, forse altamente indesiderabili. Una soluzione più ragionevole, peraltro non scevra di ostacoli tecnici, potrebbe essere quella di procedere a una rivalutazione del renminbi e ancorarlo a un paniere di valute. Ma anche questa soluzione non va considerata come un rimedio assoluto per i problemi di surriscaldamento dell'economia cinese, né per gli squilibri dell'interscambio mondiale.

E per rimanere in tema di surriscaldamento, le autorità cinesi devono cercare di soddisfare numerose esigenze contrastanti con uno strumentario imperfetto. Presumibilmente, esse preferirebbero ricorrere a misure restrittive basate sul mercato, come un aumento dei tassi di interesse, ma simili strumenti non operano ancora in modo efficace. D'altronde, molti dei vecchi controlli amministrativi e politici che avevano permesso all'apparato centrale di esercitare un'influenza pervasiva risultano ora smantellati in tutto o in parte. Con ogni probabilità, le autorità continueranno a incoraggiare sviluppi indotti dal mercato, pur impiegando tutti i poteri di comando e controllo di cui ancora dispongono per contenere la spesa e il credito. Lo stesso orientamento espansivo della politica di bilancio potrebbe essere ridimensionato; ciò rischierebbe però di acuire il problema della disoccupazione, che continua ad affliggere soprattutto le aree rurali. La sola certezza è che, dopo anni di costanti progressi in direzione dell'economia di mercato, le autorità cinesi sono oggi poste dinanzi a sfide assai impegnative.

Per quanto riguarda il commercio mondiale, la situazione presente è il frutto di annosi squilibri che vanno forse al di là dei meri disallineamenti del cambio. La questione fondamentale è che gli attuali saggi di risparmio in Asia sono troppo elevati in relazione alle opportunità interne di investimenti redditizi, mentre quelli dell'emisfero occidentale (segnatamente degli Stati Uniti) sono troppo bassi. Tuttavia, se è facile formulare diagnosi e raccomandazioni, altra cosa è metterle in pratica, quantomeno dal lato dei paesi creditori. Una flessione del risparmio in Asia potrebbe essere incoraggiata da un allentamento delle condizioni creditizie, destinato a stimolare la spesa per consumi. Ma la recente esperienza di Corea e Thailandia sta a indicare come questo processo possa sfuggire di mano. Anche gli investimenti asiatici, ad eccezione della Cina, sono stati molto bassi a partire dalla crisi e potrebbero parimenti essere stimolati. Ancora una volta, la situazione attuale in Cina – così come quella del Giappone sul finire degli anni ottanta – mette in cruda evidenza i pericoli insiti in tali politiche. Va ricordato che il boom degli investimenti giapponesi era stato anche la conseguenza indiretta di politiche espansive volte ad alleviare gli squilibri commerciali allora esistenti.

Per correggere gli squilibri nell'interscambio mondiale occorre sì il contributo dei creditori, ma anche quello dei debitori. Negli Stati Uniti in particolare, vi è un chiaro problema di "deficit gemelli". E altrettanto chiara è l'esigenza di ridurre il disavanzo fiscale. Ma asserire che questo è parte del problema statunitense non equivale a dire che sia il nocciolo di quel problema. Il passivo di parte corrente è lievitato negli anni novanta, molto prima del rapido deterioramento dei conti pubblici. In realtà, da un più attento esame emerge come la causa sottostante sia stata la prolungata dinamica flettente del risparmio netto delle famiglie USA. Purtroppo, la teoria offre scarsi consigli sul modo in cui impiegare la politica economica per invertire tale tendenza in maniera ordinata. Vi è inoltre il rischio di un aggiustamento troppo rapido da parte delle famiglie statunitensi qualora le loro attuali ipotesi sui livelli futuri del reddito e della ricchezza si rivelassero eccessivamente ottimistiche.

Gli squilibri esterni potrebbero essere ridotti anche da politiche di stimolo fiscale messe in atto da altre economie del mondo industriale. Tuttavia, un debito pubblico a livelli già elevati, congiunto con l'invecchiamento della popolazione, impone vincoli significativi. Il debito rappresenta un fardello sui futuri contribuenti, che dovranno assicurarne il servizio. Le pensioni costituiscono un aggravio ulteriore, giacché le prestazioni previdenziali e assistenziali si basano per lo più su sistemi a ripartizione. Vi è il pericolo che una collettività sempre meno numerosa di contribuenti si trovi prima o poi a dover sopportare un onere troppo pesante e, pertanto, che i governi finiscano col disconoscere di fatto le proprie obbligazioni, con il rischio di conseguenze destabilizzanti per il sistema. Questa prospettiva grava in primo luogo sul Giappone e sull'Europa continentale, ma col tempo potrebbe interessare gli Stati Uniti e persino alcune economie emergenti. Alla luce di ciò, è necessario tenere i livelli del debito sotto stretto controllo evitando ogni possibile incremento. Anche nel caso in cui si ritenga che la fase corrente del ciclo non giustifichi misure di inasprimento a breve scadenza, occorre che siano operanti credibili programmi per il riequilibrio delle finanze pubbliche nel medio termine. A tal fine, per molti paesi potrebbe essere opportuno annunciare tagli ai futuri diritti pensionistici, in modo che i singoli cittadini possano premunirsi. Un utile passo preliminare potrebbe essere quello di comunicare in maniera ancor più assertiva all'opinione pubblica la realtà delle cifre. Se in teoria l'aritmetica mal si presta a essere messa in discussione, in pratica sarà un'ardua e lunga opera di convincimento.

L'adozione di riforme strutturali nei paesi industriali potrebbe parimenti servire ad attenuare l'onere del debito – pubblico o privato – innalzando il potenziale produttivo dell'economia e i connessi livelli di reddito pro capite. Per gli Stati Uniti, che pure sembrano avere imboccato un sentiero di più rapida crescita, potrebbero rivelarsi utili talune riforme strutturali. Politiche energetiche, assistenza sanitaria, crescenti costi del contenzioso legale sono altrettanti ambiti che meritano attenta considerazione. Nell'Europa continentale occorre chiamare in causa i "soliti sospetti": riforme del mercato del lavoro per accrescere l'occupazione, deregolamentazione dei servizi, creazione di mercati realmente paneuropei. Ovunque, ma forse più chiaramente in

Giappone, si renderanno necessarie politiche che spostino lavoro verso la produzione di beni e servizi non destinati all'interscambio man mano che si intensifica la concorrenza internazionale. All'interno dei settori tradabile potrebbe essere opportuno incrementare la produzione a più elevato valore aggiunto, e potenziare di conseguenza l'istruzione e la formazione professionale. Se per i governi già alle prese con problemi di bilancio non sarà agevole reperire fondi, un buon inizio potrebbe consistere nel tagliare senza remore spese improduttive e trasferimenti superflui.

Per innalzare il potenziale produttivo e mantenerlo pienamente utilizzato è necessario coniugare efficienza e stabilità nel sistema finanziario. Sfortunatamente, in alcuni paesi i presupposti non sono ottimali: i prenditori continuano a ricorrere esclusivamente al credito bancario e le banche fissano i prezzi per il rischio in misura spesso inferiore al dovuto. Inoltre, su diversi sistemi bancari grava ancora l'onere dei prestiti in sofferenza accumulati in passato. Se il Giappone sembra compiere progressi nelle ristrutturazioni bancarie e societarie, dopo un decennio di false partenze, la Cina ha cominciato solo ora ad affrontare i problemi del settore bancario.

Per quanto difficile sia ricapitalizzare le banche commerciali, una sfida ancor più ardua sarà quella di assicurare che tali istituzioni possano operare proficuamente nel tempo. A quest'ultimo riguardo, uno dei pericoli più insidiosi risiede nelle persistenti ingerenze politiche. A dire il vero, l'erogazione guidata di credito ai settori che godono del sostegno statale sembra incontrare sempre minor favore, persino in paesi come la Cina e l'India. Ciò nonostante, i danni che possono essere portati al settore privato tramite la concorrenza di istituzioni finanziarie patrocinate dallo Stato non sono ancora adeguatamente riconosciuti. L'influenza del sistema di risparmio postale in Giappone, delle banche a partecipazione statale in Germania e delle agenzie di emanazione governativa negli Stati Uniti è pervasiva, e solo l'Europa ha adottato iniziative concrete per porre un freno al sostegno pubblico. Sia nei paesi industriali che in molte economie di mercato emergenti occorre ponderare rigorosamente costi e benefici di tale sostegno per il settore finanziario.

Anche i paesi che dispongono di sistemi finanziari solidi devono impegnarsi per mantenerli tali. Una fragilità strutturale evidente quasi ovunque è la carenza di informazioni accurate necessarie a valutare lo stato di salute delle società e delle istituzioni che le finanziano, nonché le vulnerabilità finanziarie che ne conseguono per l'economia nel suo complesso. Con riguardo a ognuno di questi aspetti, l'informativa dovrebbe fornire chiare indicazioni su tre ambiti distinti: primo, la situazione finanziaria corrente delle singole imprese e del sistema economico in generale; secondo, il profilo di rischio prospettico; terzo, le incertezze connesse con tali stime.

Per ciò che concerne il primo ambito, la professione contabile sta guidando le iniziative volte a stabilire criteri internazionali uniformi nel reporting finanziario delle imprese. È indispensabile che tale lavoro venga condotto felicemente a termine, valutando con la dovuta attenzione in che misura sia possibile iscrivere le attività e passività al loro valore corrente di mercato. Riguardo al secondo ambito, negli anni recenti il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha attribuito maggiore enfasi all'informativa in materia



di profili di rischio delle singole istituzioni finanziarie. Con il buon esito dei negoziati e l'applicazione del Basilea 2, la rilevanza della misurazione e della gestione del rischio a livello delle istituzioni è destinata ad aumentare ulteriormente. Sul versante macroprudenziale, inoltre, il Forum per la stabilità finanziaria e altri organismi hanno evidenziato in misura crescente le vulnerabilità sistemiche e l'esigenza di costruire indicatori preventivi per individuare tempestivamente i problemi. In tutte queste iniziative occorre proseguire risolutamente lungo il cammino intrapreso. Una speciale cura andrà posta nello sviluppo di metodologie atte a valutare le fragilità sistemiche derivanti da situazioni in cui le istituzioni finanziarie subiscono shock comuni, ai quali potrebbero senz'altro reagire in modo uniforme. Relativamente al terzo ambito, ben pochi progressi sono stati compiuti finora nel portare alla luce le incertezze connaturate in ogni misurazione empirica.

Dobbiamo individuare le lacune presenti nelle informazioni di cui necessitiamo per un corretto governo dell'economia, e quindi assumere iniziative per colmarle. Economie di costo nella raccolta e nell'analisi delle informazioni occorrenti a tal fine potrebbero rivelarsi un falso risparmio. Frattanto, nel prendere umilmente atto dei limiti delle nostre conoscenze, dobbiamo improntare la conduzione delle politiche a una prudenza maggiore di quella altrimenti dovuta. In quasi tutti i campi dell'azione umana, l'esperienza storica insegna che l'umiltà è il miglior presidio contro esiti davvero infausti.



# Indice

<b>Organizzazione, governance, attività della Banca</b> .....	171
Organizzazione e governance della Banca .....	171
<i>La BRI, la Direzione e gli azionisti</i> .....	171
<i>Organigramma al 31 marzo 2004</i> .....	172
Promozione della cooperazione finanziaria e monetaria internazionale:	
contributi diretti della BRI nel 2003/04 .....	173
<i>Consultazioni periodiche su questioni monetarie e finanziarie</i> .....	173
<i>Altre aree di cooperazione tra banche centrali sotto l'egida della BRI</i> .....	174
<i>Uffici di rappresentanza</i> .....	179
<i>Istituto per la stabilità finanziaria</i> .....	181
Promozione della stabilità finanziaria ad opera dei comitati permanenti .....	182
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i> .....	182
<i>Comitato sul sistema finanziario globale</i> .....	184
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i> .....	185
<i>Comitato sui mercati</i> .....	186
<i>Central Bank Counterfeit Deterrence Group</i> .....	187
Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata .....	187
<i>Gruppo dei Dieci</i> .....	187
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i> .....	187
<i>International Association of Insurance Supervisors</i> .....	189
<i>Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi</i> .....	189
Servizi finanziari della Banca .....	190
<i>Servizi bancari</i> .....	190
<i>Operazioni del Dipartimento Bancario nel 2003/04</i> .....	191
<i>Funzioni di Agente e Fiduciario</i> .....	193
Questioni istituzionali e amministrative .....	193
<i>Aumento del numero di banche centrali azioniste</i> .....	193
<i>Riscatto di azioni detenute da privati</i> .....	194
<i>Questioni amministrative</i> .....	195
Utile netto e sua ripartizione .....	197
<i>Utile netto</i> .....	197
<i>Proposta di ripartizione dell'utile netto per l'esercizio finanziario</i> .....	199
<i>Ripartizione delle rettifiche delle riserve statutarie della Banca al 31 marzo 2003</i> .....	199
<i>Relazione dei Revisori dei conti</i> .....	200
<b>Consiglio di amministrazione</b> .....	201
<b>Dirigenti della Banca</b> .....	202
Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione .....	202
<b>Banche centrali membri della BRI</b> .....	204
<b>Situazioni dei conti</b> .....	205
Situazione patrimoniale .....	206
Conto profitti e perdite .....	207
Ripartizione degli utili .....	208
Evoluzione delle riserve statutarie della Banca .....	208
Evoluzione del capitale della Banca .....	209
Note relative ai Conti .....	210
<b>Relazione dei Revisori dei conti</b> .....	229
<b>Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni</b> .....	230



## Organizzazione, governance, attività della Banca

Questa sezione traccia un quadro generale dell'organizzazione interna e della governance della BRI, e passa in rassegna le attività che la Banca e i gruppi internazionali da essa ospitati hanno svolto nell'anno trascorso. Tali attività sono incentrate sulla promozione della cooperazione tra banche centrali e altre autorità finanziarie, nonché sull'offerta di servizi finanziari alle banche centrali clienti.

### Organizzazione e governance della Banca

#### *La BRI, la Direzione e gli azionisti*

La Banca dei Regolamenti Internazionali è un'organizzazione internazionale che promuove la cooperazione monetaria e finanziaria internazionale e funge da banca delle banche centrali. Ha sede in Basilea, Svizzera, e dispone di due Uffici di rappresentanza: uno a Hong Kong, Regione amministrativa a statuto speciale della Repubblica popolare cinese, e l'altro a Città del Messico. Il personale della Banca conta attualmente 549 unità, provenienti da 44 paesi.

La BRI adempie al proprio mandato in quanto:

- consesso volto a promuovere il dibattito e a facilitare i processi decisionali tra banche centrali e all'interno della comunità internazionale degli organismi finanziari e delle autorità di vigilanza;
- centro per la ricerca economica e monetaria;
- controparte di prim'ordine per le banche centrali nelle loro transazioni finanziarie;
- Agente o Fiduciario in connessione con operazioni finanziarie internazionali.

La Banca è suddivisa in tre dipartimenti: il Dipartimento Monetario ed Economico, il Dipartimento Bancario e il Segretariato Generale. A questi si aggiungono il Servizio giuridico, l'Audit interno e il Controllo rischi, nonché l'Istituto per la stabilità finanziaria, che contribuisce alla diffusione di standard e prassi ottimali destinati alle autorità di vigilanza del settore finanziario a livello mondiale.

La BRI ospita inoltre i segretariati di diversi comitati e organismi imperniati sulla promozione della stabilità finanziaria. Fra i primi rientrano il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, il Comitato sul sistema finanziario globale, il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento e il Comitato sui mercati. Essi sono stati istituiti nel corso degli ultimi quarant'anni dai Governatori delle banche centrali del G10 e godono di una notevole autonomia nel fissare l'ordine dei lavori e nell'organizzare le loro attività.

Gli altri segretariati operanti presso la Banca prestano la propria opera in favore di organizzazioni indipendenti senza riferire direttamente alla BRI o alle sue banche centrali membri: il Forum per la stabilità finanziaria, l'International

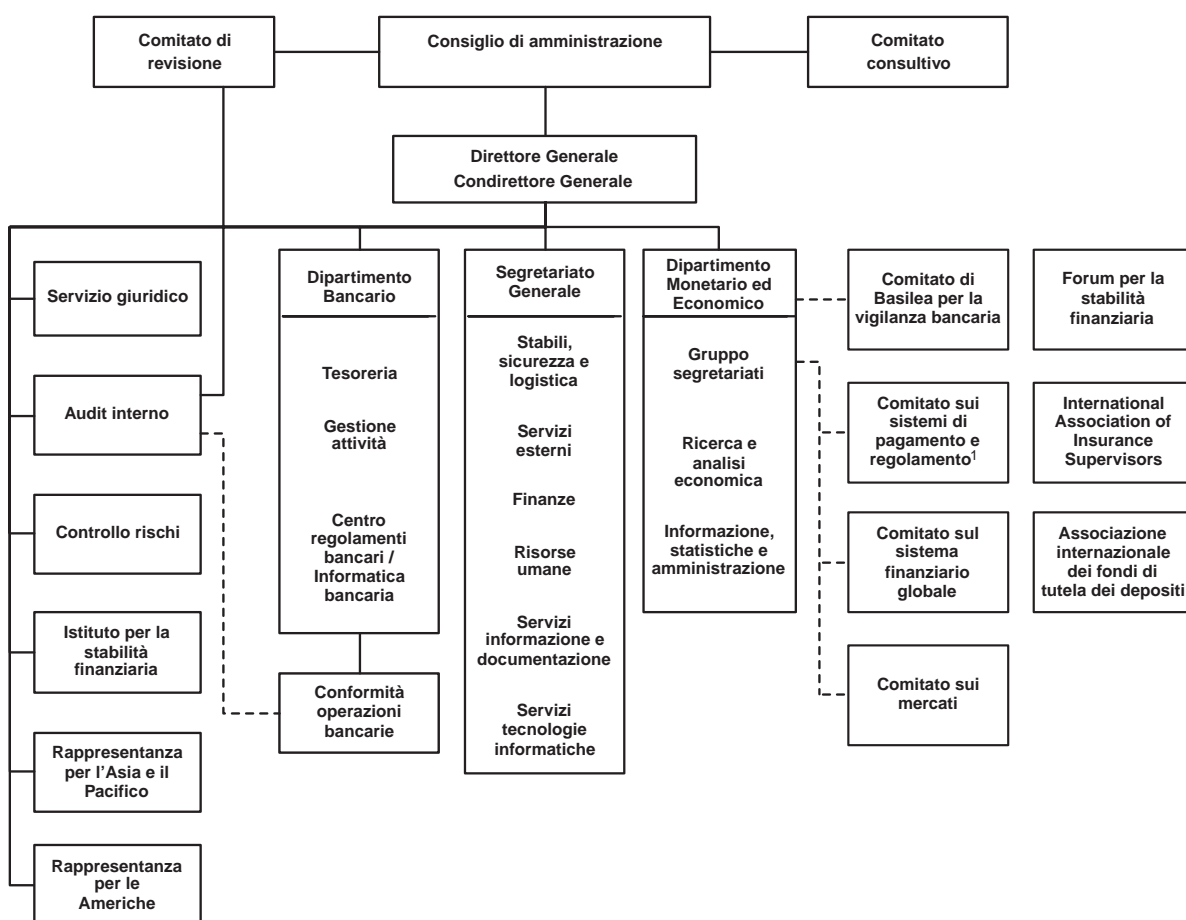
Association of Insurance Supervisors e l'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi.

I tre più importanti organi decisionali della Banca sono:

- l'Assemblea generale delle banche centrali membri. Cinquantacinque banche centrali o autorità monetarie sono al momento titolari dei diritti di voto e di rappresentanza alle Assemblee generali. L'Assemblea generale ordinaria (AGO) si tiene nei quattro mesi successivi alla fine dell'esercizio finanziario della Banca – fissata al 31 marzo – e costituisce la più vasta riunione di banche centrali presso la BRI. All'AGO del 2003 erano rappresentate 104 banche centrali, di cui 79 a livello di Governatore, nonché 20 istituzioni internazionali, attraverso i loro delegati;
- il Consiglio di amministrazione, composto attualmente di 17 membri. Nell'espletamento dei suoi compiti, il Consiglio è assistito dal Comitato di revisione e dal Comitato consultivo, costituiti da alcuni Consiglieri scelti;
- il Comitato di direzione, cui partecipa l'alta Dirigenza della Banca.

In chiusura di questa sezione è riportato un elenco delle banche centrali azioniste, dei Consiglieri e dei Dirigenti, insieme ai recenti avvicendamenti in seno al Consiglio di amministrazione e alla Direzione.

### Organigramma al 31 marzo 2004



<sup>1</sup> Il segretariato del CSPR svolge anche le funzioni di segretariato del Central Bank Counterfeit Deterrence Group.

## Promozione della cooperazione finanziaria e monetaria internazionale: contributi diretti della BRI nel 2003/04

### *Consultazioni periodiche su questioni monetarie e finanziarie*

Le riunioni bimestrali dei Governatori e degli alti funzionari delle banche centrali azioniste, che si svolgono prevalentemente a Basilea, rappresentano il mezzo principale con cui la Banca cerca di promuovere la cooperazione finanziaria internazionale. Esse forniscono l'opportunità di sondare gli sviluppi nell'economia mondiale e nei mercati finanziari internazionali, nonché di scambiare opinioni su tematiche di particolare interesse o rilevanza per le banche centrali. La riunione del novembre 2003 è stata ospitata a Bangkok dalla Bank of Thailand.

Tendenze e forze di fondo che hanno determinato la recente evoluzione dei mercati globali (trattate negli altri capitoli della *Relazione annuale*) sono state al centro dei dibattiti dei Governatori durante i loro incontri periodici presso la BRI. Il Global Economy Meeting ha costituito la sede primaria per lo scambio di opinioni sullo stato attuale del ciclo economico tra i Governatori delle banche centrali delle principali economie industriali ed emergenti. Le connesse tematiche congiunturali, così come le questioni attinenti al lavoro dei comitati permanenti di banche centrali ospitati presso la Banca, sono state affrontate in occasione degli incontri dei Governatori delle banche centrali dei paesi del G10.

Analogamente agli anni precedenti, i Governatori di tutte le banche centrali azioniste della BRI hanno partecipato a una serie di riunioni incentrate su questioni più strutturali inerenti alla stabilità monetaria e finanziaria. I principali temi trattati nel periodo sotto rassegna sono stati i seguenti:

- integrazione monetaria europea: le sfide di politica economica per l'Europa centrale;
- prezzi degli immobili residenziali: implicazioni per la politica monetaria e la stabilità finanziaria;
- azioni di contrasto all'apprezzamento dei cambi e all'accumulazione di riserve: le conseguenze sui sistemi finanziari interni;
- resilienza dei mercati e delle istituzioni: i cambiamenti del contesto finanziario;
- implicazioni per le banche centrali di un'eventuale inefficacia delle regole fiscali.

Nel gennaio 2004 è stata istituita una nuova riunione di Governatori allo scopo di venire incontro alle specifiche esigenze del gruppo di banche centrali delle economie di mercato emergenti e dei paesi industriali minori. Questo tipo di riunione si prefigge di illustrare a tali istituzioni il lavoro dei comitati cui esse non sono direttamente chiamate a partecipare, fornendo al tempo stesso una sede per la discussione di tematiche di particolare rilevanza per il gruppo. Agli inizi del 2004 sono stati organizzati tre incontri conoscitivi: il primo ha avuto per oggetto uno studio sugli investimenti diretti esteri nel settore finanziario delle economie emergenti, predisposto dal Comitato sul sistema finanziario globale; il secondo ha riferito in merito al lavoro del Comitato di

Basilea per la vigilanza bancaria riguardo alla finalizzazione del nuovo schema di adeguatezza patrimoniale (Basilea 2); il terzo ha riguardato le attività del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento.

I Governatori hanno avuto ulteriori opportunità di colloqui informali con esponenti del settore finanziario privato e altre autorità finanziarie, incentratisi sugli ambiti di comune interesse per i settori pubblico e privato nella promozione di un ordinato ed efficiente funzionamento dei mercati finanziari. Nell'arco dell'anno tali convegni hanno riguardato, in particolare, le implicazioni dello sviluppo degli strumenti di trasferimento del rischio di credito per il sistema finanziario.

Al di fuori della cornice degli incontri bimestrali dei Governatori, la Banca organizza – su base periodica o *ad hoc* – una serie di riunioni per alti funzionari di banche centrali su tematiche concernenti la stabilità monetaria e finanziaria. Fra gli incontri periodici tenuti nel 2003/04 figurano:

- le riunioni biennali degli economisti di banche centrali. Nell'ottobre 2003 sono stati esaminati i problemi posti alle banche centrali da un contesto di inflazione bassa e relativamente stabile, di miglioramenti strutturali dal lato dell'offerta e di mercati finanziari liberalizzati;
- i seminari sulla politica monetaria regionale. Incentrati in un primo tempo esclusivamente sui maggiori paesi industriali, questi convegni vengono ora organizzati con cadenza annuale anche in Asia, Europa centrale e orientale, America latina;
- la riunione dei Sostituti dei Governatori delle economie di mercato emergenti, che quest'anno ha preso in esame le implicazioni della globalizzazione dei mercati finanziari per la politica monetaria.

Sono stati inoltre organizzati due convegni tematici su questioni di particolare interesse. Nel giugno 2003, in occasione dell'Assemblea generale ordinaria della Banca, i Governatori di paesi emergenti si sono riuniti per discutere delle possibili azioni da intraprendere in risposta alle difficoltà nel finanziamento esterno. In settembre alti esponenti di banche centrali provenienti da piccole economie aperte dell'emisfero occidentale hanno tenuto a Città del Messico una tavola rotonda su un'ampia gamma di questioni di interesse per le banche centrali.

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

#### *Attività di ricerca*

Oltre a fornire il materiale di base per gli incontri di alti esponenti di banche centrali e i servizi di segretariato a vari comitati, la BRI contribuisce alla cooperazione monetaria e finanziaria internazionale conducendo proprie ricerche e analisi approfondite su temi di rilevanza per le banche centrali e, in misura sempre maggiore, per le autorità di supervisione finanziaria. Questo lavoro è destinato a comparire su pubblicazioni periodiche della Banca quali la *Relazione annuale* e la *Rassegna trimestrale BRI*, nelle collane *BIS Papers* e *Working Papers*, nonché sulla stampa specializzata. Il rafforzamento dei legami con il mondo accademico per mezzo di ricerche e conferenze congiunte



ha concorso in misura rilevante a migliorare la qualità di questi lavori e a dischiudere nuovi ambiti di studio.

Il campo di azione di questa attività di ricerca è naturalmente vastissimo; nondimeno, uno specifico orientamento a più lungo termine adottato di recente individua tre aree fondamentali che, a giudizio della BRI, meritano di essere approfondite:

- nessi fra stabilità monetaria e finanziaria;
- tensioni e complementarità che emergono tra approcci alla stabilità finanziaria incentrati su singole istituzioni e quelli aventi per oggetto il sistema finanziario nel suo complesso;
- funzionamento dei mercati più in generale.

Durante l'anno trascorso la BRI ha altresì pubblicato una serie di studi in cui sono state esaminate le ipotesi alla base delle mutevoli interazioni fra stabilità monetaria, stabilità finanziaria e ciclo economico; essi hanno contribuito a definire un ampio quadro concettuale che considera le relazioni fra gli approcci micro e macroprudenziali volti ad assicurare la stabilità finanziaria. Gli articoli hanno inoltre analizzato le possibili modalità per misurare i cambiamenti nell'avversione al rischio e il loro influsso sulle dinamiche del mercato, nonché le determinanti della liquidità, soprattutto in condizioni di tensione. Recependo in parte queste tematiche, alcuni lavori si sono concentrati sulle determinanti e sulle implicazioni della dinamica dei prezzi immobiliari.

Oltre a potenziare il programma di scambi con il mondo universitario, la BRI ha organizzato una serie di conferenze per approfondire i contatti con il mondo accademico. Nella primavera 2003 ha ospitato un convegno sul tema "Stabilità monetaria, stabilità finanziaria e ciclo economico"; nell'ottobre successivo ha organizzato, in collaborazione con la Federal Reserve Bank di Chicago, una conferenza sull'efficacia della disciplina di mercato, in cui sono stati esaminati – disaggregandoli per paesi e per settori – i fondamenti teorici e le evidenze disponibili. Infine, nel giugno 2004 si è svolta una conferenza sulla portata dei concetti di bassa inflazione e deflazione.

#### *Cooperazione in ambito statistico*

Il regolare monitoraggio degli sviluppi economici, monetari e finanziari su scala mondiale richiede da parte delle banche centrali la disponibilità di dati statistici aggiornati, esaurienti e comparabili a livello internazionale. In questo ambito, la BRI presta la sua assistenza in diversi modi.

Attraverso la banca dati della BRI le banche centrali condividono su base continuativa un'estesa gamma di informazioni di natura economica, monetaria e finanziaria. Lo scorso anno tre nuove banche centrali hanno aderito alla BIS Data Bank, che copre attualmente 33 paesi di tutte le principali aree geografiche mondiali. Anche il contenuto informativo della banca dati ha continuato ad ampliarsi, fino a ricomprendere indicatori macroprudenziali, dati relativi ai conti finanziari e prezzi immobiliari.

L'infrastruttura della banca dati viene utilizzata dalla BRI per scambiare con altre banche centrali, su supporto elettronico, le sue statistiche finanziarie internazionali. Il numero di banche centrali che segnalano dati aggregati nazionali sulle operazioni di impiego e di provvista degli istituti con operatività

internazionale rientranti nelle rispettive giurisdizioni è salito a 38 lo scorso anno. Dopo aver aggregato questi dati su scala globale, la Banca li pubblica nella *Rassegna trimestrale BRI* e sul suo sito Internet. Tali informazioni vengono integrate con statistiche trimestrali sui crediti internazionali delle banche interne su base consolidata a livello mondiale, segnalate attualmente da 30 banche centrali.

Le banche centrali dei paesi del G10, le cui istituzioni sono attive sui mercati derivati over-the-counter (OTC), raccolgono, compilano e pubblicano tramite la Banca statistiche aggregate semestrali su questo segmento di attività. In risposta alle raccomandazioni del Comitato sul sistema finanziario globale, lo scorso anno la BRI e le banche centrali dichiaranti hanno messo a punto linee guida per estendere queste statistiche ai credit default swap. Alla fine del corrente anno verrà avviata l'acquisizione delle relative informazioni, e i risultati preliminari saranno disponibili in forma aggregata nella tarda primavera del 2005.

In seguito all'accordo raggiunto sulla conduzione della prossima Indagine triennale sui mercati dei cambi e dei derivati, ben 52 banche centrali si sono impegnate – con una partecipazione senza precedenti – a raccogliere dati sul volume degli scambi in tali mercati nell'aprile 2004 e sugli ammontari in essere a fine giugno 2004. La Banca prevede di pubblicare in settembre i risultati preliminari della sezione dell'Indagine relativa ai volumi scambiati, e in novembre i dati sulle posizioni in essere.

Oltre a fornire supporto tecnico e assistenza nel controllo di qualità delle informazioni per la banca dati e le statistiche finanziarie internazionali, il personale della Banca condivide parimenti le sue competenze metodologiche con altre banche centrali, sia su base bilaterale sia partecipando a vari incontri internazionali su materie statistiche. Nell'ambito della preparazione della *Guida alla compilazione degli indicatori di solidità finanziaria* dell'FMI, nell'ottobre 2003 la Banca ha copatrocinato – insieme al Fondo – una conferenza su prezzi immobiliari e stabilità finanziaria. Una sede di dibattito sempre più importante è l'Irving Fisher Committee on Central-Bank Statistics, che raggruppa oltre 60 banche centrali di tutto il mondo. Nel settembre 2004 la Banca ospiterà una conferenza di tale organismo, che tratterà questioni statistiche relative a prezzi, produzione, produttività e conti finanziari.

Inoltre, la BRI partecipa attivamente all'Inter-Agency Task Force on Finance Statistics, che lo scorso anno ha messo a punto la *Guida alla compilazione e all'utilizzo delle statistiche sul debito estero*. Alla fine del 2003 la Task Force ha deciso di istituire un apposito presidio in materia, il Joint External Debt Hub, che collegherà le informazioni sulle varie componenti del debito estero rilevabili, fra l'altro, dalle statistiche finanziarie internazionali della BRI con i dati di dettaglio che i paesi debitori inizieranno d'ora in avanti a pubblicare.

Ulteriori iniziative sono state assunte per rafforzare la cooperazione internazionale in materia di standard elettronici per lo scambio di informazioni statistiche. Fra queste iniziative, progressi significativi sono stati realizzati nell'ambito dello Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX), cui la Banca collabora insieme a BCE, Banca mondiale, Eurostat, FMI, OCSE e ONU.

Il sito [www.sdmx.org](http://www.sdmx.org) contiene alcuni ragguagli sull'iniziativa, fra cui una dimostrazione del modo in cui le nuove tecnologie basate su Internet possono migliorare la raccolta, compilazione e diffusione delle informazioni statistiche. Una sede tecnica di nuova istituzione, nel quadro della BIS Data Bank, fornirà l'occasione per coordinare esigenze e priorità delle banche centrali a questo riguardo.

#### *Governance delle banche centrali*

L'obiettivo delle attività svolte 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 stesse. Queste attività non hanno carattere prescrittivo, basandosi sul presupposto che i mandati e poteri delle singole banche centrali differiscono da un paese all'altro. Esse fanno capo al Central Bank Governance Steering Group e sono condotte attraverso la Network on Central Bank Governance. Il Gruppo di coordinamento comprende Governatori di un'ampia gamma rappresentativa di banche centrali. La Network si estende a oltre 40 maggiori banche centrali e autorità monetarie di tutto il mondo.

Il Gruppo di coordinamento fornisce indicazioni 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. Durante l'anno passato esso ha affrontato questioni riguardanti i modi in cui le banche centrali organizzano i presidi a tutela della stabilità finanziaria, contemperano gli obiettivi di efficacia ed efficienza operativa, predispongono e attuano la programmazione strategica. Conformemente alle indicazioni del Gruppo, la BRI assegna priorità alle richieste istituzionali che rivestono un'importanza cruciale per l'efficacia operativa di autorità monetarie indipendenti e responsabili. Le informazioni fornite dagli aderenti alla Network e dai loro colleghi sono messe a disposizione delle banche centrali in forma elettronica.

#### *Gruppo di esperti di informatica delle banche centrali del G10*

Nel corso del 2003 il Gruppo ha dedicato un'attenzione particolare alle questioni connesse con il miglioramento della performance delle unità preposte alla funzione informatica e la riduzione dei costi, analizzando materie quali il ricorso all'outsourcing, la riorganizzazione delle strutture, lo sviluppo di roadmap compatibili con le strategie aziendali, l'efficacia delle misure di contenimento dei costi delle tecnologie informatiche. Un evento importante per il Gruppo è stato il convegno tenuto a Città del Messico con i responsabili dei sistemi informativi di banche centrali latino-americane e caraibiche, incentratosi su sfide tecnologiche, controllo dei costi e allineamento delle strategie informatiche con quelle aziendali.

Secondo quanto emerso lo scorso anno dalle riunioni del Gruppo e del Working Party on Security Issues, le banche centrali si stanno orientando verso l'impiego di importanti applicazioni basate su Internet ad uso della loro clientela esterna. Ciò richiede sofisticate architetture e infrastrutture di sicurezza, comprese le tecnologie di crittografia a chiave pubblica. In risposta

a tale tendenza, il Working Party ha aggiornato il Gruppo sull'evoluzione di queste tecnologie e sul loro utilizzo presso le banche centrali. Secondo il rapporto di aggiornamento, tali tecnologie continuano a presentare un alto grado di complessità e comportano costi amministrativi rilevanti. Nondimeno, dal dibattito è emerso che gli oneri verrebbero senz'altro sopportati dalle banche centrali fintantoché permane chiaramente l'esigenza di disporre della sicurezza garantita da queste tecnologie. Altre tematiche di particolare interesse trattate dal Working Party durante l'anno sono state le procedure operative per assicurare un impiego efficiente e sicuro della posta elettronica via Internet e un'efficace applicazione di misure di continuità funzionale rese più pertinenti dall'epidemia di SARS e dai black-out elettrici in Nord America e in Italia.

#### *Audit interno*

Negli ultimi anni i revisori interni 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. Nel giugno 2003 la BRI ha partecipato alla 17ª Conferenza annuale dei capi degli ispettorati interni delle banche centrali del G10, ospitata dalla Deutsche Bundesbank e dalla BCE. I principali argomenti in discussione riguardavano l'elaborazione di un approccio ispettivo alle procedure di gestione del rischio operativo, nonché la revisione dei processi di governo societario, compreso il comparto EAD. Un gruppo di lavoro sulle questioni informatiche, ospitato dall'unità di Audit interno della BRI, ha preparato una serie di documenti sull'accesso remoto ai sistemi informatici interni, sui test di penetrazione dei firewall e sui metodi per tutelare la sicurezza dei sistemi operativi informatici. La stessa unità ha inoltre coordinato i lavori di un'apposita task force istituita in seno al G10 per la gestione della continuità operativa di audit.

Nel febbraio 2004 l'Audit interno, in collaborazione con l'Ufficio asiatico della BRI, ha organizzato a Hong Kong SAR la terza riunione dei capi degli ispettorati interni di banche centrali e autorità monetarie della regione Asia-Pacifico. Fra gli argomenti trattati figuravano le prassi ottimali per la gestione della funzione di auditing e del rischio aziendale.

#### *Cooperazione con gruppi di banche centrali*

Fin dal 1990 la BRI coadiuva le banche centrali dei principali paesi industriali nel coordinare l'assistenza tecnica e la formazione professionale per le banche centrali di economie in transizione dell'Europa centro-orientale e dell'ex Unione sovietica. Un esame condotto dai Governatori del G10 nel 2003 ha confermato la grande utilità di questi programmi e i progressi compiuti da molti paesi dell'area nella transizione verso l'economia di mercato; nondimeno, è stata avvertita l'esigenza di consolidare i risultati ottenuti proseguendo ancora per qualche anno l'opera di coordinamento, anche se a ritmo meno intenso.

La BRI e l'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF) hanno nuovamente organizzato presso il Joint Vienna Institute (JVI) diversi seminari destinati a

banche centrali e autorità di vigilanza delle economie in transizione. I temi dibattuti hanno riguardato principalmente la stabilità monetaria e finanziaria. Alla luce dei progressi conseguiti nella regione e in seguito all'istituzione dell'ISF, la Banca cesserà di partecipare ufficialmente al JVI dall'agosto 2004, anche se continuerà a fornire il suo supporto mediante interventi agli incontri e l'organizzazione di taluni seminari.

La cooperazione con vari gruppi regionali di banche centrali costituisce un'utile 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. In questo spirito, la Banca ha organizzato diverse iniziative congiunte con gruppi regionali, fra cui rientrano:

- varie riunioni con banche centrali del Sud-est asiatico (SEACEN), cui la BRI ha contribuito intervenendo con propri relatori;
- un seminario con SAARCFINANCE, emanazione della South Asian Association for Regional Cooperation, che promuove la cooperazione fra banche centrali della regione;
- una riunione congiunta con le banche centrali della Southern African Development Community (SADC) agli inizi del 2004;
- occasionali iniziative congiunte con il Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). La BRI ha inoltre curato varie presentazioni in occasione di conferenze e convegni del CEMLA.

È proseguito il sostegno della BRI al Centre Africain d'Etudes Supérieures en Gestion (CESAG) nell'ambito di un programma patrocinato, fra gli altri, dalla Central Bank of West African States (BCEAO) e dalla Bank of Central African States (BEAC). La Banca ha inoltre messo a disposizione alcuni suoi esperti in formazione professionale per i programmi organizzati dal Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa (MEFMI).

### *Uffici di rappresentanza*

L'Ufficio di rappresentanza per l'Asia e il Pacifico (Ufficio asiatico) e quello per le Americhe (Ufficio per le Americhe) coordinano le attività della Banca nelle aree di rispettiva competenza. Il loro obiettivo è quello di instaurare strette relazioni e promuovere la cooperazione tra la BRI e le banche centrali e autorità monetarie e di vigilanza delle relative regioni. Nel quadro delle loro attività, gli Uffici sono chiamati a migliorare lo scambio di dati e informazioni, facilitare l'organizzazione di incontri e seminari, contribuire alla ricerca finanziaria ed economica della Banca nella regione Asia-Pacifico e nelle Americhe. Gli argomenti trattati lo scorso anno comprendevano le tendenze nei flussi di capitali regionali, le implicazioni interne delle ingenti riserve in valuta, l'impatto degli accordi di libero scambio su regimi valutari comuni. Gli Uffici forniscono inoltre supporto professionale in occasione di varie iniziative della BRI, fra cui quelle organizzate dall'ISF, da gruppi regionali di banche centrali, singole banche centrali e altre istituzioni.

Gli Uffici coadiuvano la BRI nella fornitura di servizi bancari alla regione Asia-Pacifico e alle Americhe e offrono assistenza per mezzo di visite periodiche ai

gestori di riserve delle banche centrali. L'apertura presso l'Ufficio asiatico di una dealing room della Tesoreria regionale nel 2000 ha accresciuto il livello e la portata dei servizi bancari forniti alla clientela della regione.

Nell'esercizio sotto rassegna l'*Ufficio asiatico* ha continuato ad assicurare i servizi di segretariato per il Consiglio consultivo asiatico (CCA), che costituisce un importante canale di comunicazione tra le banche centrali azioniste della regione e il Consiglio di amministrazione e la Direzione della BRI. La dealing room operante nell'Ufficio ha ampliato gli investimenti regionali della Banca nel corso dell'anno; dal luglio 2003, quando 11 banche centrali dell'*Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks and Monetary Authorities (EMEAP)* hanno deciso di investire circa \$1 miliardo di riserve valutarie in un fondo obbligazionario asiatico, la BRI ha assunto le funzioni di gestore di portafoglio, e la dealing room ha effettuato la maggior parte degli acquisti relativi all'investimento. La Tesoreria regionale ha inoltre accolto due seminari destinati ai gestori di riserve, uno a Penang, Malaysia nell'ottobre 2003 e l'altro a Hong Kong SAR nel marzo 2004.

Durante l'anno, l'Ufficio asiatico ha ospitato e patrocinato una serie di riunioni ad alto livello tenute a Hong Kong SAR e in altre località, talvolta in collaborazione con banche centrali regionali e altre istituzioni:

- nel giugno 2003, insieme alla Bank of Thailand, e nuovamente in dicembre, l'Ufficio ha dato il suo appoggio al Forum EMEAP di esperti regionali responsabili delle politiche di cambio e dei loro omologhi di altri paesi;
- rispettivamente nel dicembre 2003 e nel marzo 2004, gli economisti addetti all'Ufficio asiatico hanno organizzato – in collaborazione con la Korea University – un convegno a Hong Kong e una conferenza a Seoul sui mercati obbligazionari asiatici, riunendo banchieri centrali, responsabili finanziari, operatori di mercato e accademici;
- alla sesta riunione speciale dei Governatori di banche centrali asiatiche, svoltasi a Hong Kong nel febbraio 2004, i partecipanti hanno passato in rassegna la situazione economica corrente e hanno analizzato i fattori alla base dell'accumulazione di riserve ufficiali in valuta;
- sempre in febbraio l'Ufficio, l'ISF e la Bank of Thailand hanno ospitato una conferenza congiunta su banche deboli e crisi sistemiche, nel corso della quale è stato presentato uno studio comparato concernente le società di gestione patrimoniale nella regione;
- infine, nello stesso mese l'Ufficio è stato la sede di una riunione di revisori interni di banche centrali organizzata dalla BRI e ha ospitato, insieme all'Autorità monetaria di Hong Kong, un incontro di esperti legali di banche centrali.

Estesi contatti con banche centrali dell'area e una stretta cooperazione con le autorità di vigilanza regionali sono stati il fulcro delle attività dell'*Ufficio per le Americhe* nel suo primo anno intero di operatività. L'Ufficio, che era stato inaugurato a Città del Messico nel novembre 2002, ha accolto e co-organizzato una serie di incontri di alti funzionari di banche centrali:

- nel settembre 2003 ha ospitato a Città del Messico una riunione speciale destinata a economie regionali aperte di piccole dimensioni, alla quale hanno preso parte alti esponenti di nove banche centrali;

- nel dicembre 2003 ha fornito il proprio supporto alla riunione del Gruppo di esperti di informatica delle banche centrali del G10 e al convegno di dirigenti dei servizi informatici di banche centrali regionali a Città del Messico;
- nel febbraio 2004 ha organizzato – in collaborazione con la sede centrale – un seminario sulla gestione delle riserve nelle Americhe, cui hanno partecipato 17 banche centrali regionali, tre banche centrali europee e il Fondo di riserva latino-americano.

### *Istituto per la stabilità finanziaria*

Il mandato dell'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF) è quello di contribuire a rafforzare istituzioni e sistemi finanziari a livello mondiale, agendo soprattutto sul miglioramento della vigilanza prudenziale. L'ISF assolve questo mandato attraverso un intenso programma di diffusione di standard e prassi ottimali, nonché di assistenza su una vasta gamma di rilevanti questioni di vigilanza.

Buona parte del lavoro dell'ISF continua a riguardare il nuovo schema di adeguatezza patrimoniale (Basilea 2). In linea con l'importanza di tale obiettivo, l'Istituto ha condotto di recente un'indagine conoscitiva, estesa a circa 120 paesi, sui programmi per l'applicazione del Basilea 2 attualmente al vaglio dei vari paesi, nonché sulle esigenze di questi ultimi in termini di creazione di capacità. L'indagine fornirà utili indicazioni per definire un articolato piano di assistenza dell'ISF nel futuro.

L'ISF ha proseguito nell'organizzazione di seminari e convegni ad alto livello, sia a Basilea che in varie sedi regionali, destinati a responsabili della vigilanza bancaria e assicurativa di tutto il mondo. Importante obiettivo di questi incontri è quello di promuovere i contatti e la cooperazione internazionale in materia di vigilanza. Durante lo scorso anno l'ISF ha organizzato complessivamente 55 iniziative su una vasta gamma di argomenti; vi hanno partecipato oltre 1600 esponenti di banche centrali e organismi di vigilanza bancaria e assicurativa in rappresentanza di tutte le regioni del mondo. Oltre a intervenire in veste di relatore agli eventi patrocinati dall'Istituto, il personale dell'ISF ha altresì curato varie presentazioni a convegni e conferenze di altri organismi su un'ampia varietà di tematiche attinenti.

A metà del 2004 sarà lanciato un nuovo, importante progetto: si tratta di FSI Connect, un programma addestrativo e informativo in rete studiato espressamente per un nutrito numero di addetti alla vigilanza bancaria, che offrirà corsi di formazione su importanti tematiche collegate alla gestione dei rischi – come quelli di credito, di mercato e operativo – e all'adeguatezza patrimoniale (compreso il Basilea 2). Il programma, che prevede il costante aggiornamento dei "corsi assistiti" su una gamma completa di altri argomenti di vigilanza, è destinato agli addetti alle funzioni di supervisione, a tutti i livelli di esperienza e competenza tecnica. Il personale dell'ISF qualificato per materia sta elaborando il contenuto dei corsi, lavorando a stretto contatto con altri specialisti della BRI e con la rete di esperti di organismi di supervisione finanziaria e di organizzazioni internazionali. FSI Connect dovrebbe costituire un'importante integrazione delle esistenti attività dell'ISF, e consentirà a quest'ultimo di raggiungere una più vasta platea di supervisori del settore finanziario in tutto il mondo.

## Promozione della stabilità finanziaria ad opera dei comitati permanenti

### *Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria*

Nel periodo sotto rassegna il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), presieduto da Jaime Caruana, Governatore del Banco de España, ha proseguito nella sua azione volta a rafforzare la vigilanza prudenziale sulle istituzioni bancarie, migliorare la trasparenza nelle segnalazioni finanziarie, incoraggiare il settore bancario a conseguire ulteriori progressi nelle tecniche di gestione del rischio.

### *Un nuovo schema internazionale di requisiti patrimoniali*

Durante l'anno trascorso l'attività del Comitato si è concentrata sulla soluzione delle problematiche legate all'elaborazione di un nuovo schema internazionale di requisiti patrimoniali prudenziali, generalmente noto come Basilea 2. Le altre autorità di vigilanza e l'intero settore bancario hanno fornito un importante contributo ai lavori del Comitato: oltre 200 organizzazioni hanno fatto pervenire i loro commenti al terzo documento di consultazione pubblicato nell'aprile 2003. Dalla stragrande maggioranza delle risposte è emerso un ampio sostegno alla struttura del Basilea 2, agli incentivi volti a incoraggiare miglioramenti nella gestione dei rischi, all'accresciuto ruolo del controllo prudenziale e dei meccanismi della disciplina di mercato nell'assicurare il mantenimento di un'adeguata copertura patrimoniale delle banche.

Fra le altre problematiche individuate nel corso di tale processo figurano le specifiche tecniche dei sistemi interni di misurazione – come i trattamenti delle perdite attese/inattese su crediti e delle esposizioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione – e il riconoscimento di alcune tipologie di prassi e modelli per la valutazione e il controllo dei rischi di credito e operativo. Tali questioni sono state all'ordine del giorno nella maggior parte delle riunioni del Comitato e dei suoi gruppi di lavoro durante l'anno. Nell'autunno 2003 molti dei problemi più significativi avevano trovato una potenziale soluzione, e nel gennaio 2004 il CBVB ne ha pubblicato i dettagli in tre distinti documenti specialistici. Nel corso della riunione tenuta agli inizi di maggio, il Comitato ha risolto le restanti questioni tecniche, come il trattamento ai fini del patrimonio di vigilanza delle linee non utilizzate di crediti rotativi al dettaglio. Il testo integrale del nuovo schema apparirà a fine giugno 2004. Esso costituirà la base per l'ulteriore messa a punto dei procedimenti legislativi e autorizzatori nazionali e per consentire alle organizzazioni bancarie di completare i lavori preparatori in vista della sua applicazione. È previsto che il Basilea 2 venga introdotto nei paesi membri a decorrere da fine 2006, anche se i metodi più avanzati saranno soggetti per un ulteriore anno ad analisi d'impatto e/o applicazione parallela. Tali metodi saranno introdotti alla fine del 2007.

Alla luce di questi progressi, il Comitato si è concentrato sulla preparazione di banche e autorità di vigilanza all'entrata in vigore del nuovo schema di adeguatezza patrimoniale. A tale riguardo, l'Accord Implementation Group (AIG) del CBVB ha costituito la sede in cui gli organi di supervisione hanno potuto discutere questioni pratiche e scambiare informazioni sulle iniziative



di attuazione. Per contribuire a promuovere la coerenza nell'applicazione del Basilea 2 presso le organizzazioni bancarie attive a livello internazionale, nell'agosto 2003 l'AIG ha pubblicato il rapporto *Principi informativi per l'applicazione del Nuovo Accordo su base internazionale* e, nel gennaio 2004, i *Principles for the home-host recognition of AMA (advanced measurement approach) operational risk capital*. Il Gruppo si è inoltre adoperato per potenziare le relazioni del Comitato con altri organi di supervisione e, in tale ambito, ha organizzato tre incontri con le autorità di vigilanza di importanti paesi non membri del CBVB. Al momento, esso sta coordinando varie casistiche predisposte dalle rispettive autorità di vigilanza (di cui talune esterne al Comitato) in tema di banche globali.

#### *Iniziativa in materia di contabilità, auditing e conformità*

Il rinnovato dibattito sulla governance innescato dalle recenti segnalazioni di illeciti societari ha messo in luce l'importanza di efficaci criteri contabili e di auditing per l'integrità dei mercati aperti. Benché il Comitato non prescriva standard in tali ambiti per i propri membri, esso è nondimeno consapevole del fatto che la trasparenza nel reporting finanziario contribuisce a promuovere una maggiore disciplina e, in ultima analisi, rafforza la solidità del sistema bancario. Al fine di incoraggiare le iniziative in atto volte a potenziare le segnalazioni bancarie, e valutare la situazione attuale in questo campo, nel maggio 2003 il CBVB ha pubblicato i risultati della sua indagine periodica in materia di informativa al pubblico da parte delle banche, esaminando per l'occasione i rapporti annuali di 54 istituti.

Parallelamente, il Comitato riconosce l'esigenza che la vigilanza prenda a riferimento la definizione di standard globali che si va delineando per le professioni contabile e ispettiva. Per contribuire a questa evoluzione, il CBVB partecipa ai lavori dei comitati consultivi dell'International Accounting Standards Board (IASB) e dell'International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB). Esso si è parimenti impegnato nel mettere a punto criteri guida ad uso di banche e autorità di vigilanza sugli standard finanziari emergenti, richiedendo agli organi di regolamentazione contabile e ispettiva commenti sui suoi progetti concernenti gli ambiti di competenza.

Gli avvenimenti recenti hanno evidenziato le forti perdite potenziali, anche in termini di immagine, in cui le istituzioni possono incorrere in caso di mancata osservanza di rigorosi criteri in materia di segnalazioni, contabilità e auditing. Per le banche, questi rischi pongono in risalto la necessità di assicurare il rispetto di tutti gli standard giuridici, prudenziali e contabili, oltretutto degli indirizzi gestionali fissati dai consigli di amministrazione e dall'alta direzione. A tale riguardo, nella bozza di consultazione diramata nell'agosto 2003 il Comitato sottolinea l'urgenza per le banche di valutare su base globale le loro prassi di identificazione della clientela al fine di ridurre il rischio di coinvolgimenti della rete nel riciclaggio di fondi illeciti e/o nel finanziamento di attività terroristiche. A questa bozza ha fatto seguito in ottobre un nuovo documento consultivo, in cui sono state delineate le aspettative degli organi di supervisione per quanto attiene alle funzioni di conformità svolte dalle istituzioni bancarie.

### *Altre questioni bancarie e di vigilanza*

Nel corso dell'anno passato il Comitato ha discusso e pubblicato diversi documenti su altre questioni bancarie e di vigilanza. È stata diffusa la versione definitiva di due rapporti sulle attività finanziarie elettroniche/online, *Risk management principles for electronic banking*, e un documento collegato sulla gestione e il controllo di tali attività allorché vengono svolte al di là dei confini nazionali. È stata inoltre pubblicata a fini di consultazione la revisione dei *Principles for the management and supervision of interest rate risk*, che tiene conto sia dei progressi compiuti nel campo della gestione dei rischi sia dei suggerimenti fatti pervenire a commento delle proposte contenute nel terzo documento consultivo sul nuovo schema di adeguatezza patrimoniale in materia di sorveglianza del rischio di tasso di interesse.

### *Comitato sul sistema finanziario globale*

Il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) è un consesso di banche centrali il cui mandato è quello di individuare e valutare le potenziali fonti di tensione nei mercati finanziari mondiali, migliorare la comprensione dei loro meccanismi di funzionamento e delle infrastrutture, promuoverne la stabilità e l'efficienza. Il Comitato è presieduto da Roger W. Ferguson Jr., Vice Presidente del Board of Governors del Federal Reserve System.

Le tematiche affrontate hanno avuto per oggetto alcuni degli sviluppi salienti che hanno caratterizzato i mercati finanziari durante l'anno. Fra questi, la volatilità dei mercati a metà del 2003, da cui il Comitato ha cercato di trarre insegnamenti in relazione alle dinamiche degli aggiustamenti di tasso sui mercati finanziari. Sono state inoltre analizzate le implicazioni per la stabilità finanziaria derivanti dal contesto di bassi tassi di interesse e, nella fattispecie, la misura in cui ciò potrebbe concorrere a un rialzo dei prezzi delle attività sui mercati obbligazionari, azionari e immobiliari, nonché a una brusca riduzione degli spread societari e sovrani sui mercati del credito. Particolare attenzione è stata dedicata anche all'ingente accumulo di riserve valutarie e alle sue ricadute su taluni mercati finanziari.

Nel quadro delle iniziative volte a migliorare la comprensione dei meccanismi di funzionamento e delle infrastrutture dei mercati finanziari, nel marzo 2004 il CSFG ha pubblicato il rapporto *Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies*, redatto a cura di un gruppo di lavoro. Nel documento vengono trattati i problemi che gli investimenti diretti esteri pongono alle istituzioni investitrici, ai paesi di destinazione e di provenienza e al sistema finanziario globale. Convegni regionali su questa materia saranno organizzati in Corea, Messico e Polonia. Il Comitato ha esaminato inoltre le caratteristiche di vari mercati ipotecari nazionali. Come base di discussione era stato predisposto un apposito studio sul mercato danese dei prestiti ipotecari, apparso sulla *Rassegna trimestrale BRI* del marzo 2004.

I membri del CSFG hanno inoltre incontrato alti dirigenti di alcuni importanti conglomerati finanziari al fine di acquisire maggiore consapevolezza del modo in cui i cambiamenti nella natura dei processi decisionali – in

materia, ad esempio, di gestione del rischio e allocazione del capitale – potrebbero incidere sulla performance del sistema finanziario nel suo complesso.

Attualmente è allo studio il ruolo dei rating nei mercati dei prodotti finanziari strutturati in rapida evoluzione. Il gruppo di lavoro che si occupa di questa tematica, istituito nel maggio 2003, è impegnato tra l'altro nel documentare le procedure di attribuzione dei rating su tali mercati e nel determinare le implicazioni della crescita degli strumenti strutturati per le banche centrali, alla luce delle loro responsabilità in materia di stabilità finanziaria.

Facendo seguito ai lavori del Comitato sul trasferimento del rischio di credito – sfociati nella pubblicazione di un rapporto nel gennaio 2003 –, è stato messo a punto uno schema per l'acquisizione di dati sui credit default swap. Le procedure di segnalazione dovrebbero essere analoghe a quelle usate nell'Indagine semestrale della BRI sul mercato degli strumenti derivati OTC, che prevedono la notifica in base agli ammontari nozionali in essere e ai valori di mercato, la comunicazione dei rischi oggetto di trasferimento, nonché la tipologia istituzionale degli acquirenti e dei venditori della protezione.

### *Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento*

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) contribuisce al rafforzamento delle infrastrutture dei mercati finanziari attraverso la promozione di sistemi di pagamento e regolamento solidi ed efficienti. Durante l'anno il Comitato ha intensificato la cooperazione con altre istituzioni e consessi internazionali. Il CSPR è presieduto da Tommaso Padoa-Schioppa, membro del Comitato esecutivo della BCE.

Nell'agosto 2003 il CSPR ha pubblicato il rapporto *The role of central bank money in payment systems*. L'utilizzo della moneta di banca centrale si inserisce nella più ampia problematica dell'equilibrio fra servizi forniti dalle banche centrali e quelli offerti dalle banche commerciali nei sistemi di pagamento. Alla luce dei vasti e fondamentali cambiamenti che interessano tali sistemi da un decennio a questa parte, il rapporto si prefigge di accertare se sia mantenuto un appropriato equilibrio fra l'utilizzo della moneta di banca centrale e quella delle banche commerciali.

Il rapporto mette in luce un'ampia comunanza fra le politiche delle banche centrali partecipanti al CSPR in termini di obiettivi e di assunti basilari circa il ruolo della moneta di banca centrale nei sistemi di pagamento; nondimeno, sussistono spesso divergenze quanto all'applicazione di tali politiche. Individuando sia le analogie che le differenze, il rapporto mira a fornire un'utile base empirica e un solido contesto analitico destinati a innalzare il livello di consapevolezza e a stimolare il dibattito su queste importanti problematiche.

Nel marzo 2004 il CSPR e il Comitato tecnico dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) hanno diffuso, a fini di consultazione, il documento *Recommendations for Central Counterparties*. Una controparte centrale (CC) ben congegnata che disponga di appropriati meccanismi di gestione del rischio riduce i rischi in capo ai partecipanti, contribuendo al

mantenimento della stabilità finanziaria. Al tempo stesso, essa tende a concentrare rischi e responsabilità per la loro gestione. Pertanto, l'efficacia del controllo dei rischi da parte della CC e l'adeguatezza dei suoi mezzi finanziari costituiscono altrettanti aspetti essenziali dell'infrastruttura dei mercati in cui essa opera. Alla luce delle iniziative assunte dai mercati finanziari per sviluppare la presenza delle controparti centrali ed espandere la portata dei loro servizi, il rapporto formula raccomandazioni per la gestione dei principali rischi sostenuti dalle CC, proponendo una metodologia per valutarne l'applicazione. La pubblicazione del rapporto definitivo è attesa nel prosieguo di quest'anno.

Il Comitato ha continuato a seguire gli sviluppi globali nel settore dei prodotti legati alla moneta elettronica e le implicazioni che ne potrebbero derivare. Poiché negli ultimi anni i pagamenti effettuati tramite Internet e telefoni cellulari sono cresciuti assai rapidamente rispetto alla moneta elettronica, il CSPR ha deciso di inserire questi metodi innovativi di pagamento nella *Survey of developments in electronic money and internet and mobile payments*, pubblicata nel marzo 2004. L'indagine contiene informazioni sui pagamenti tramite prodotti elettronici, rete Internet e telefonia mobile presso 95 paesi o giurisdizioni, nonché sugli orientamenti adottati dalle autorità competenti, comprese le banche centrali.

Una parte importante del lavoro del Comitato resta l'attuazione della strategia – avallata dai Governatori del G10 – volta ad attenuare il rischio di regolamento valutario. A tal fine, il Comitato ha continuato a monitorare e a incoraggiare le iniziative del settore privato in quest'area.

Il CSPR si è impegnato ulteriormente per rafforzare la cooperazione, ed estendere il suo raggio di attività, con banche centrali esterne al G10, e in particolare con quelle dei mercati emergenti. In collaborazione con le banche centrali interessate, il segretariato del Comitato ha partecipato alla preparazione di pubblicazioni informative sui sistemi di pagamento di diversi paesi. Il CSPR ha inoltre fornito assistenza e supporto tecnico a incontri di lavoro e seminari su questioni concernenti i sistemi di pagamento, organizzati dalla BRI di concerto con gruppi regionali di banche centrali.

### *Comitato sui mercati*

Nel corso delle sue regolari riunioni bimestrali, il Comitato sui mercati si è incentrato sugli attuali sviluppi nei mercati dei cambi e nei mercati finanziari collegati. Seguendo una prassi consolidata, il Comitato – che raggruppa i responsabili delle operazioni di mercato delle banche centrali del G10 – ha anche invitato in diverse occasioni esponenti di altri importanti paesi a unirsi al dibattito. Fra i temi ricorrenti si segnalano:

- l'impatto degli attuali squilibri di parte corrente sui principali tassi di cambio;
- la ricerca di rendimenti in un contesto di bassi tassi di interesse;
- l'accumulazione di riserve valutarie su scala mondiale;
- le implicazioni degli impegni impliciti o espliciti delle autorità per i mercati finanziari.

Nel corso dell'anno i membri hanno altresì trattato diversi argomenti specifici, fra cui le implicazioni dell'allargamento della UE per l'unione monetaria e i mercati finanziari, questioni tecniche concernenti le piattaforme elettroniche di negoziazione in cambi, nonché i possibili fattori alla base delle recenti oscillazioni nei volumi di contrattazioni a pronti fra i vari paesi.

Sheryl Kennedy, Vice Governatore della Bank of Canada, ha assunto la presidenza del Comitato nel maggio 2003.

### *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 le nuove minacce per la sicurezza della moneta cartacea e di proporre contromisure applicative ad uso degli istituti di emissione. La BRI fornisce il proprio appoggio all'attività del CBCDG ospitando il suo segretariato e svolgendo per il Gruppo le funzioni di Agente in sede di accordi contrattuali.

Nel marzo 2004 il CBCDG ha annunciato la messa a punto del Counterfeit Deterrence System, un insieme di tecnologie anticontraffazione che impediscono di scaricare o riprodurre l'immagine di una banconota protetta mediante personal computer e programmi per la gestione dell'immagine digitale.

## Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata

### *Gruppo dei Dieci*

Nel corso dell'esercizio la Banca ha contribuito attivamente ai lavori dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali del G10, dei rispettivi Sostituti e dei gruppi di lavoro istituiti sotto i loro auspici, sia partecipando in veste di osservatore sia assicurando i servizi di segretariato a questi gruppi unitamente all'FMI e all'OCSE.

Il G10 ha continuato a passare in rassegna i progressi compiuti nel recepimento delle clausole di azione collettiva nelle emissioni sovrane. Le caratteristiche fondamentali di tali clausole erano state definite nel 2002 dal Working Group on Contractual Clauses. Nel settembre 2003 i Ministri e i Governatori del G10 hanno incaricato i loro Sostituti di analizzare e monitorare l'impegno finanziario dell'FMI e di altre istituzioni finanziarie internazionali.

### *Forum per la stabilità finanziaria*

Il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) promuove la stabilità finanziaria internazionale attraverso un più ampio scambio di informazioni e una maggiore cooperazione nella vigilanza e nella sorveglianza del settore finanziario. Esso riunisce periodicamente le autorità nazionali responsabili per la stabilità finanziaria, ossia alti funzionari di ministeri finanziari, banche centrali e autorità di vigilanza, nonché alti rappresentanti di istituzioni finanziarie internazionali, organismi internazionali di regolamentazione e vigilanza, nonché comitati di

esperti di banche centrali. Il segretariato dell'FSF, composto da personale distaccato da paesi e istituzioni membri del Forum, ha sede presso la BRI. Ulteriori informazioni sull'FSF sono disponibili sul sito Internet [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org).

I principali argomenti trattati dall'FSF in occasione delle sue riunioni semestrali riguardano l'evoluzione congiunturale, le cause strutturali di fragilità finanziaria e le azioni necessarie per affrontarle. Il Forum scambia inoltre opinioni sulle iniziative intraprese per rafforzare i sistemi finanziari e promuoverne il coordinamento. Esso organizza incontri regionali per sollecitare un più ampio dibattito sulle vulnerabilità finanziarie e consentire ai rappresentanti regionali di esprimere il loro parere sul lavoro dell'FSF. In aggiunta, il Presidente del Forum – tramite il suo Comitato consultivo – intrattiene periodici scambi di vedute con operatori del settore privato e altri osservatori su questioni relative alla stabilità finanziaria.

Le riforme necessarie a livello nazionale e internazionale per ristabilire la fiducia nel sistema di segnalazioni finanziarie dopo gli ultimi scandali sulle prassi contabili e di reporting di alcune società hanno costituito un importante argomento di dibattito in occasione delle recenti riunioni dell'FSF. Nel quadro dell'azione volta a rafforzare le fondamenta del mercato, il Forum si è adoperato per promuovere la convergenza internazionale e intersettoriale, anche per quanto riguarda il ruolo e il funzionamento delle agenzie di rating. Particolare importanza è stata attribuita al miglioramento dell'attività di auditing attraverso la creazione di una funzione pubblica di sorveglianza dei revisori a livello nazionale, e la definizione di criteri normativi internazionali da parte delle associazioni di categoria.

L'FSF ha continuato a seguire i progressi realizzati in materia di vigilanza, regolamentazione prudenziale e scambio di informazioni nei centri finanziari offshore. Esso si è inoltre impegnato a favore di un aumento della trasparenza e dell'informativa pubblica nel settore delle riassicurazioni, invitando nuovamente a migliorare il contenuto quantitativo e qualitativo, nonché la frequenza delle informazioni fornite al pubblico dalle singole compagnie di assicurazione e di riassicurazione.

Di grande interesse per il Forum sono state anche le attività connesse con il trasferimento del rischio di credito. Ciò origina in parte dalla differente ottica in cui vengono viste queste operazioni dalle autorità di vigilanza bancaria, interessate al corretto trasferimento del rischio, e dalle istanze chiamate a tutelare investitori e titolari di polizze, fra le quali rientrano spesso gli acquirenti del rischio di credito. Facendo seguito agli studi preliminari intrapresi dal CSFG e dall'International Association of Insurance Supervisors (IAIS), un'approfondita valutazione dei problemi e dei rischi associati è attualmente in corso presso il Joint Forum del Comitato di Basilea, lo IOSCO e lo IAIS. È auspicabile che questo impegno possa fornire indicazioni pratiche alle autorità finanziarie nel monitoraggio degli sviluppi di mercato e nella valutazione dei rischi in cui incorrono le loro istituzioni.

Nel corso dell'anno l'FSF ha costantemente informato i Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali del G7, nonché il Comitato monetario e finanziario internazionale dell'FMI, circa la propria opinione sulle fragilità nel sistema finanziario e altre questioni.

## *International Association of Insurance Supervisors*

L'International Association of Insurance Supervisors (IAIS) contribuisce alla stabilità finanziaria globale migliorando la supervisione del settore assicurativo attraverso l'elaborazione di criteri prudenziali, l'offerta di assistenza reciproca e lo scambio di informazioni sulle rispettive esperienze dei membri. In collaborazione con altri organismi internazionali di regolamentazione (nel quadro del Joint Forum), lo IAIS ha concorso alla messa a punto di principi per la supervisione dei conglomerati finanziari. Inoltre, esso partecipa attivamente ai lavori dell'FSF. La BRI ospita il segretariato dello IAIS sin dalla sua istituzione nel 1998. Ulteriori informazioni sullo IAIS e sulle sue pubblicazioni sono disponibili sul sito Internet [www.iaisweb.org](http://www.iaisweb.org).

Lo scorso anno lo IAIS ha pubblicato vari documenti contenenti criteri prudenziali destinati al settore assicurativo. Basandosi sull'esperienza maturata dai membri con gli "esercizi di autovalutazione", lo IAIS ha rivisto e ampliato il rapporto *Insurance Core Principles and Methodology*, in cui sono espone nuove linee guida per l'efficace funzionamento dei sistemi di vigilanza in tutto il mondo. Esso ha inoltre pubblicato i documenti *Insurance Core Principles on Corporate Governance* e *Supervisory Standard on Supervision of Reinsurers*. Gli studi attualmente in corso comprendono l'elaborazione di norme, linee guida e documenti tematici su un'ampia gamma di materie riguardanti la pubblicità delle informazioni, la gestione dei rischi, l'adeguatezza patrimoniale e la supervisione delle compagnie di assicurazione e di riassicurazione.

In risposta alle preoccupazioni dell'FSF per le potenziali vulnerabilità del mercato riassicurativo globale, visti i legami con altri settori, nel marzo 2004 lo IAIS ha presentato il suo rapporto conclusivo sulla definizione di un sistema per rafforzare la trasparenza di questo comparto e migliorare l'informativa orientata al rischio da parte delle singole compagnie di riassicurazione.

Lo IAIS coordina con l'International Accounting Standards Board (IASB) il proprio lavoro sull'Insurance Project e altri importanti progetti contabili. In particolare, esso ha fatto pervenire i propri commenti sull'Exposure Draft ED 5 dello IASB in materia di contratti assicurativi. Lo IAIS sta anche collaborando strettamente con la Financial Action Task Force (FATF) alle iniziative 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 delle autorità materiale informativo per facilitare l'osservanza dei suoi standard prudenziali.

## *Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi*

L'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi (International Association of Deposit Insurers – IADI) ha cominciato a operare nel maggio 2002 e ha inaugurato la sua sede presso la BRI nell'ottobre dello stesso anno. Attualmente 51 organizzazioni di tutto il mondo (di cui 34 membri a pieno titolo) partecipano alle attività dello IADI, comprese alcune banche centrali interessate a promuovere l'adozione o il funzionamento di efficaci sistemi di assicurazione dei depositi.

Lo IADI si prefigge di:

- migliorare la comprensione delle tematiche di comune interesse nell'ambito della tutela dei depositi;
- fornire raccomandazioni per accrescere l'efficacia dei sistemi di assicurazione dei depositi, e in particolare consulenze di natura pragmatica e non prescrittiva sulla creazione o il perfezionamento di tali sistemi;
- facilitare la condivisione e lo scambio di competenze tecniche e di dati attraverso programmi di formazione, sviluppo e istruzione;
- avviare ricerche in materia di tutela dei depositi.

Anche nel suo secondo anno di operatività lo IADI ha costituito una sede di dibattito per facilitare più ampi contatti internazionali tra gli organismi di tutela dei depositi e altre parti interessate. Alla seconda Conferenza dell'Associazione, svoltasi nell'ottobre 2003 a Seoul (Corea del Sud), hanno partecipato rappresentanti di 52 paesi. L'efficace tutela dei depositi attraverso migliori assetti di governo societario è stato il principale tema all'ordine del giorno. Lo IADI ha altresì completato un importante studio su aspetti attinenti alla progettazione di sistemi di tutela dei depositi in un certo numero di paesi ed elaborato linee guida sull'impiego di sistemi a contribuzione differenziata.

A livello regionale lo IADI ha organizzato riunioni in Asia e nei Caraibi. Ha inoltre partecipato al Policy Dialogue on Deposit Insurance dell'APEC, organizzato dalla Canada Deposit Insurance Corporation e ospitato dalla Bank Negara Malaysia nel febbraio 2004. Esso ha anche organizzato, insieme alla Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo, un seminario sulla protezione dei depositi destinato alle autorità competenti dei paesi balcanici occidentali.

Il sito Internet dello IADI ([www.iadi.org](http://www.iadi.org)) e un bollettino mensile forniscono informazioni ai membri e ai partecipanti sulle varie attività. Lo IADI ha anche pubblicato una guida per la formazione professionale, che ha avuto ampia diffusione tra gli organismi di assicurazione dei depositi.

## Servizi finanziari della Banca

### *Servizi bancari*

La BRI offre una vasta gamma di servizi finanziari destinati ad assistere le banche centrali e altre istituzioni monetarie ufficiali nella gestione delle loro riserve. Circa 140 clienti, comprese varie istituzioni finanziarie internazionali, si avvalgono attualmente di tali servizi.

I servizi finanziari della BRI sono forniti da due trading room collegate, una presso la sede centrale a Basilea e l'altra presso l'Ufficio asiatico di Hong Kong SAR. Sicurezza e liquidità sono le caratteristiche principali dei servizi di intermediazione creditizia forniti dalla Banca, che beneficiano di un rigoroso sistema di gestione interna dei rischi. Conformemente alle migliori prassi internazionali, un'unità indipendente di controllo dei rischi – che riferisce direttamente al Condirettore Generale e, per il suo tramite, al Direttore Generale – effettua il monitoraggio dei rischi di credito, di liquidità, di mercato e operativo della Banca.



La BRI cerca costantemente di adeguare l'offerta di prodotti per poter rispondere più efficacemente a nuove esigenze delle banche centrali. La gamma classica di strumenti di investimento del mercato monetario offerti dalla Banca comprende i conti a vista/con termine di preavviso e i depositi a scadenza fissa. In risposta alla crescente attenzione rivolta dalle banche centrali alla redditività delle loro attività sull'estero, la Banca offre due strumenti finanziari specifici che possono essere negoziati (in acquisto e in vendita) direttamente con la BRI:

- il Fixed-Rate Investment (FIXBIS), uno strumento a breve molto flessibile, che consente alle banche centrali una gestione più attiva della loro liquidità;
- il Medium-Term Instrument (MTI), con scadenze fino a 10 anni, destinato a banche centrali con obiettivi di gestione delle riserve a più lungo termine. Di recente, la BRI ha lanciato un MTI con clausola di riscatto incorporata.

Inoltre, la Banca effettua operazioni in valute e oro per conto della clientela.

La BRI offre servizi di gestione del portafoglio di titoli di emittenti sovrani o attività di prim'ordine, sulla base di un mandato specifico concordato con la banca centrale oppure attraverso un fondo aperto che permette a due o più clienti di investire in un pool di attività. Nel luglio 2003 gli 11 membri del gruppo EMEAP di banche centrali e autorità monetarie hanno lanciato l'Asian Bond Fund (ABF), un fondo comune di investimento con quote per oltre \$1 miliardo. Il fondo è gestito dalla BRI e ricalca un benchmark personalizzato comprendente titoli sovrani e quasi sovrani delle economie dell'EMEAP (tranne Australia, Giappone e Nuova Zelanda).

Occasionalmente, la BRI accorda alle banche centrali crediti a breve termine, di norma assistiti da garanzia collaterale. Essa svolge anche le funzioni di Fiduciario e Depositario di garanzie (si veda oltre).

### *Operazioni del Dipartimento Bancario nel 2003/04*

Il bilancio della BRI è aumentato di DSP 18,3 miliardi, raggiungendo un totale di DSP 167,9 miliardi al 31 marzo 2004. Ciò rappresenta un incremento del 12,2% sull'anno precedente e il quarto massimo consecutivo per la fine di un esercizio finanziario. A tassi di cambio costanti, ossia escludendo il deprezzamento del dollaro USA nei confronti del DSP, il totale di bilancio risulterebbe aumentato di ulteriori DSP 3,9 miliardi.

Dopo aver registrato una flessione all'inizio dell'esercizio, il totale di bilancio è risalito a DSP 159,6 miliardi verso fine luglio, grazie a un significativo afflusso di depositi dalla clientela. Il calo dei mesi successivi è stato ampiamente riassorbito in seguito, consentendo al bilancio di toccare nuovi livelli massimi tra novembre 2003 e fine marzo 2004. Il 12 marzo è stato registrato il record assoluto, DSP 171,7 miliardi, cui ha fatto seguito una leggera contrazione nelle ultime due settimane dell'esercizio.

### *Passivo*

Una quota importante delle passività della BRI è costituita dai depositi della clientela, denominati per lo più in valute e la parte restante in oro. Al

31 marzo 2004 tali depositi (escluse le operazioni pronti contro termine) ammontavano a DSP 140,4 miliardi, contro DSP 128,5 miliardi un anno prima.

I depositi in valute della clientela sono saliti a DSP 133,2 miliardi, rispetto a DSP 122,5 miliardi alla fine del precedente esercizio. La loro composizione valutaria ha subito notevoli variazioni in corso d'anno. Al 31 marzo 2004 l'incidenza del dollaro USA era scesa al 62,4% del totale, dal 67,1% di un anno prima. La clientela ha incrementato i propri depositi presso la BRI in tutte le principali monete di riserva, ma i collocamenti in valute diverse dal dollaro – specie in euro e sterline – sono cresciuti a un ritmo molto più sostenuto di quelli in dollari. Per contro, l'aumento dei depositi in oro, da DSP 6,0 a 7,3 miliardi, è dovuto soprattutto a effetti di valutazione (aumento del prezzo di mercato del metallo), in quanto il livello sottostante dei depositi ricevuti dalle banche centrali è rimasto praticamente invariato.

L'incremento dei depositi in valuta della clientela, pari a DSP 10,6 miliardi, è riconducibile all'espansione dei saldi in conto corrente e degli strumenti negoziabili del mercato monetario. Nel corso dell'esercizio la consistenza dei conti a vista/con termine di preavviso è quasi raddoppiata, e le sottoscrizioni di FIXBIS sono aumentate dell'11,1%. Sono invece scesi dell'8,3% i depositi a scadenza fissa. Considerati nel loro insieme, questi sviluppi potrebbero essere indicativi di una preferenza per la liquidità in previsione di un aumento dei tassi di interesse. Le sottoscrizioni in essere di MTI, per DSP 41,2 miliardi, sono variate di poco rispetto ai DSP 41,7 miliardi dell'esercizio precedente. È stato questo il più importante strumento di impiego della clientela BRI, avendo concorso per quasi un terzo al totale dei depositi in valute.

Una scomposizione geografica dei collocamenti di depositi in valute presso la BRI indica che la domanda asiatica è stata particolarmente sostenuta nel periodo in esame.

### *Attivo*

Le attività della BRI sono rappresentate per la maggior parte da investimenti presso primarie banche commerciali di affermata reputazione internazionale, nonché da titoli di Stato e di enti equiparati, compresi quelli acquistati pronti contro termine. La Banca gestisce la propria esposizione creditoria secondo criteri improntati a cautela; al 31 marzo 2004 il 99,6% delle sue disponibilità presentava un rating pari o superiore ad A (Nota 30F relativa ai Conti).

Le attività sotto forma di depositi in valute e titoli, comprese le operazioni PcT, ammontavano a DSP 153,7 miliardi al 31 marzo 2004, contro DSP 134,7 miliardi alla fine dell'esercizio precedente. L'eccedenza è stata investita in buoni del Tesoro, depositi vincolati presso banche e operazioni PcT: queste voci sono salite di DSP 28,5, a 120,2 miliardi. Per contro, sono diminuiti di DSP 4,3 miliardi i saldi a vista e di ulteriori DSP 5,2 miliardi i titoli in portafoglio. Le attività in oro della Banca sono salite da DSP 7,5 a 9,1 miliardi, di riflesso a un aumento del valore di mercato del metallo. La quota dei titoli di emittenti sovrani e quasi sovrani ha continuato a crescere, passando da circa un terzo nel 2002/03 al 38,5% delle attività totali al 31 marzo 2004.

La Banca impiega vari strumenti derivati al fine di gestire le proprie attività e passività in maniera efficiente (Nota 6 relativa ai Conti). Per la maggior

parte si tratta di strumenti derivati tradizionali, in particolare futures e swap di tasso di interesse.

## *Funzioni di Agente e 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). La Deutsche Bundesbank, in qualità di Agente di pagamento, ha notificato alla Banca che la Bundeswertpapierverwaltung (BWV – Amministrazione federale dei titoli di debito) ha disposto nel 2003 il pagamento di un importo di circa €5,2 milioni a titolo di rimborso e di interessi. I valori di rimborso e altri dettagli sono stati pubblicati dalla BWV nel *Bundesanzeiger* (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.

### *Depositario di fondi in custodia*

Ai sensi di un Accordo di custodia sottoscritto il 13 agosto 2003, la BRI funge da Agente per la custodia e la consegna, a determinate condizioni, dei fondi connessi con il regolamento del contenzioso legale che negli Stati Uniti oppone i familiari delle 270 vittime del volo Pan Am 103 su Lockerbie (Scozia) il 21 dicembre 1988 a vari imputati libici.

### *Depositario di garanzie*

Ai sensi di diversi accordi, la BRI esercita le funzioni di Agente per la detenzione e l'investimento dei valori costituiti in garanzia a beneficio dei titolari di determinate obbligazioni sovrane in valuta emesse 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 *64ª Relazione annuale* del giugno 1994), del Perù (*67ª Relazione annuale* del giugno 1997) e della Côte d'Ivoire (*68ª Relazione annuale* del giugno 1998).

## Questioni istituzionali e amministrative

### *Aumento del numero di banche centrali azioniste*

Nell'intento di rafforzare la cooperazione tra banche centrali, il 29 giugno 2003 il Consiglio di amministrazione ha deciso di invitare altre sei banche centrali a divenire membri della Banca in conformità degli Articoli 6 e 8(3) dello Statuto. La Banque d'Algérie, il Banco Central de Chile, la Central Bank of the Philippines, la Bank Indonesia, la Bank of Israel e la Reserve Bank of New Zealand sono

state invitate a sottoscrivere ciascuna 3 000 azioni della terza *tranche* del capitale della Banca. A fine settembre 2003, termine del periodo di sottoscrizione, i sei istituti avevano accettato l'offerta del Consiglio, divenendo azionisti della BRI.

Nella riunione di giugno il Consiglio ha fissato il prezzo unitario di emissione a DSP 14 018. Poiché le azioni della Banca sono liberate fino a concorrenza del 25%, ossia DSP 1 250 per azione, il prezzo di emissione di DSP 14 018 include un sovrapprezzo di DSP 12 768 per azione. A seguito della sottoscrizione di 18 000 nuove azioni, il numero delle azioni emesse è salito a 547 125, e l'ammontare del capitale versato iscritto in bilancio è aumentato di DSP 22,5 milioni, salendo a DSP 683,9 milioni al 31 marzo 2004. Il sovrapprezzo ricevuto dalle banche centrali sottoscrittrici è ammontato complessivamente a DSP 229,8 milioni, di cui DSP 2,2 milioni accantonati al Fondo di riserva legale e DSP 227,6 milioni al Fondo di riserva generale.

### *Riscatto di azioni detenute da privati*

In seguito alla decisione assunta l'8 gennaio 2001 dall'Assemblea generale straordinaria della Banca di ritirare tutte le azioni della BRI detenute da azionisti privati (descritta in dettaglio nella *71ª Relazione annuale* del giugno 2001), la Banca ha corrisposto agli ex azionisti iscritti nei suoi registri un'indennità unitaria di 16 000 franchi svizzeri. Alcuni di questi ex azionisti hanno contestato tale importo (si veda la *72ª Relazione annuale* del luglio 2002), 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 avevano titolo a ricevere una quota proporzionale del 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.

A conclusione di ulteriori procedimenti tenutisi nel corso del 2003, il 19 settembre 2003 il Tribunale arbitrale ha emesso la sentenza definitiva. In base a questa sentenza arbitrale, non soggetta a ricorso in appello, la Banca ha corrisposto a ciascun ricorrente nel procedimento arbitrale un'indennità supplementare, comprensiva di interessi, nella misura di 9 052,90 franchi svizzeri per azione. Conformemente al suo precedente impegno di applicare su base volontaria la decisione del Tribunale arbitrale all'insieme degli ex azionisti privati iscritti nei suoi registri per il regolamento definitivo di tutte le pendenze, la Banca ha disposto il pagamento agli ex azionisti dell'indennità addizionale stabilita dal Tribunale arbitrale. Al 31 marzo 2004 quest'ultima era stata versata a fronte di oltre il 96% delle azioni riscattate.

Nell'ambito dell'azione promossa da un gruppo separato di ex azionisti privati, nel marzo 2003 il Tribunal de Commerce di Parigi aveva stabilito con pronuncia preliminare (senza entrare nel merito) la propria competenza a

giudicare in ordine alle richieste dei precedenti azionisti volte a ottenere un aumento dell'indennità. La Banca aveva successivamente 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 aveva competenza esclusiva in materia. Con la decisione resa il 25 febbraio 2004, la Cour d'appel di Parigi si è pronunciata a favore della BRI, concludendo che il Tribunal de Commerce di Parigi non aveva competenza a giudicare. Il 26 aprile 2004 alcuni dei ricorrenti hanno adito la Cour de cassation (giurisdizione civile di ultima istanza in Francia) con un procedimento volto a impugnare la pronuncia della Cour d'appel in merito alla competenza giurisdizionale per ottenerne l'annullamento.

## *Questioni amministrative*

### *Rafforzamento della trasparenza*

Nel periodo in esame la Banca ha preso una serie di iniziative miranti a rendere più trasparenti la propria operatività e struttura.

Nell'ambito del reporting finanziario le misure più evidenti sono state la revisione delle procedure contabili e l'ampliamento delle informazioni contenute negli schemi di bilancio per portarle maggiormente in linea con gli orientamenti in materia di segnalazioni finanziarie internazionali. Inoltre, il 1° aprile 2003 la BRI ha sostituito la propria unità di conto, passando dal franco oro al diritto speciale di prelievo (DSP), un paniere di monete definito dall'FMI e rappresentativo delle principali valute impiegate negli scambi e nella finanza internazionali (queste modifiche sono descritte in dettaglio nella *73ª Relazione annuale* del giugno 2003). Particolare attenzione è stata inoltre dedicata alla presentazione di un quadro più accurato e completo del ruolo svolto dalla Banca, del suo funzionamento e della sua amministrazione, nonché del modo in cui essa contribuisce a promuovere la cooperazione internazionale nel perseguimento della stabilità monetaria e finanziaria.

### *Politica di budget*

Il processo di formazione del budget di spesa della Banca per il successivo esercizio finanziario inizia con un anticipo di circa sei mesi, quando la Direzione stabilisce gli indirizzi operativi di massima e il quadro di riferimento finanziario. Nell'ambito di tale schema, le aree di attività specificano i propri piani e il corrispondente fabbisogno di risorse. Il processo di raffronto tra piani dettagliati di attività, obiettivi e disponibilità complessiva di risorse culmina con la compilazione 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 il 10-15% delle spese di amministrazione, figurano quelle per tecnologie elettroniche e telecomunicative, 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 la maggior parte in franchi svizzeri.

Durante l'esercizio finanziario 2003/04 le spese di amministrazione, esclusi gli ammortamenti, si sono ragguagliate in 204,3 milioni di franchi svizzeri, importo inferiore del 5,0% a quello di budget (CHF 215,1 milioni)<sup>2</sup>. I costi per l'esercizio si sono ridotti in seguito alla cancellazione o al differimento di alcuni progetti immobiliari e informatici, al calo delle trasferte e delle riunioni derivante dall'epidemia di SARS e dal prolungamento dei tempi di approvazione del nuovo schema di adeguatezza patrimoniale (Basilea 2), nonché alla flessione del dollaro USA nei confronti del franco svizzero. La spesa in conto capitale, pari a 19,7 milioni di franchi svizzeri, è stata inferiore a quella pianificata per CHF 11,0 milioni: le spese relative ad alcuni progetti informatici – in particolare il programma di formazione in rete, FSI Connect – e alla sostituzione di hardware sono state sostenute in misura minore del previsto.

Nel marzo 2004 il Consiglio ha approvato un aumento del 2,2% del budget per le spese di amministrazione dell'esercizio finanziario 2004/05, salito a 219,8 milioni di franchi svizzeri; per le spese in conto capitale è previsto un incremento di 1,9 milioni di franchi svizzeri, a 32,6 milioni. I punti focali del budget 2004/05 sono il potenziamento delle risorse assegnate alla gestione del rischio, il perfezionamento dei presidi di sicurezza e la ristrutturazione degli spazi adibiti alle riunioni delle banche centrali.

#### *Politica retributiva della BRI*

Le funzioni svolte dal personale della BRI sono valutate in base a una serie di criteri oggettivi, tra cui le qualifiche, l'esperienza e le responsabilità, e sono classificate in distinte categorie. A intervalli regolari vengono condotte indagini per raffrontare gli stipendi della Banca con quelli corrisposti da istituzioni o settori di mercato comparabili. Tali raffronti tengono conto della diversa imposizione fiscale sugli emolumenti erogati dalle istituzioni considerate nell'indagine. Nell'applicare i parametri del mercato al proprio sistema retributivo, la BRI si orienta sulle classi stipendiali della fascia superiore per attirare personale altamente qualificato.

Le categorie sono abbinate a fasce retributive che vengono adeguate ogni anno in base al tasso di inflazione in Svizzera e all'aumento medio delle retribuzioni reali nel settore delle imprese dei principali paesi industriali. Nel luglio 2003 le fasce stipendiali sono state pertanto aumentate del 2,02%. Gli adeguamenti retributivi dei singoli membri del personale all'interno di ciascuna fascia sono basati sul merito, soggetto a sua volta a una periodica valutazione delle prestazioni. La BRI non applica sistemi di gratifiche.

Il personale di nazionalità diversa da quella svizzera e non assunto *in loco*, inclusa l'alta Direzione, ha diritto a un'indennità di espatrio che ammonta attualmente al 14 o al 18% della retribuzione annua, a seconda della situazione

<sup>2</sup> Il budget della Banca viene predisposto su una base di cassa e non considera taluni aggiustamenti contabili, principalmente relativi agli obblighi pensionistici, che tengono conto degli sviluppi attuariali e dei mercati finanziari. Questi fattori addizionali sono considerati sotto la voce "Costi operativi" nel Conto profitti e perdite ("Utile netto e sua ripartizione").

familiare. Inoltre, per il tramite della Banca i dipendenti hanno accesso all'assicurazione sanitaria e a un sistema pensionistico a contribuzione definita.

Per quanto riguarda le retribuzioni dell'alta Direzione, gli stipendi dei Capi di Dipartimento sono adeguati annualmente, in linea di norma 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 2003 le remunerazioni dell'alta Direzione erano le seguenti (numero dei titolari della carica tra parentesi):

- Direttore Generale (1) 670 740 franchi svizzeri
- Condirettore Generale (1) 566 500 franchi svizzeri
- Capi di Dipartimento (3) 536 700 franchi svizzeri

L'Assemblea generale ordinaria approva le retribuzioni dei membri del Consiglio di amministrazione; gli adeguamenti vengono effettuati ogni tre anni. Dal 1° luglio 2002 la remunerazione annua corrisposta all'intero Consiglio di amministrazione è fissata in 844 800 franchi svizzeri. In aggiunta, i Consiglieri percepiscono un gettone di presenza per ogni riunione del Consiglio cui partecipano. Nell'ipotesi di una partecipazione integrale dei Consiglieri, il totale annuo dei gettoni di presenza ammonta a 777 240 franchi svizzeri.

## Utile netto e sua ripartizione

### *Utile netto*

Il 74° esercizio finanziario è stato il primo in cui la BRI ha compilato le situazioni dei conti in DSP, a seguito della modifica dell'unità di conto entrata in vigore il 1° aprile 2003. Al tempo stesso, ed è un aspetto che assume maggiore importanza a più lungo termine, la Banca ha colto questa opportunità per migliorare le procedure e l'informativa in materia contabile. Ciò rende il bilancio annuale più in linea con gli sviluppi delle segnalazioni contabili internazionali e fornisce un quadro più accurato della posizione finanziaria e della performance della Banca. La modifica principale introdotta dai nuovi criteri contabili, annunciata nella *73<sup>a</sup> Relazione annuale*, riguarda gli strumenti finanziari della BRI, inclusi derivati e disponibilità in oro, che vengono riportati in bilancio al loro valore di mercato, in luogo del costo storico ammortizzato. I criteri contabili sono descritti alla Nota 2 relativa ai Conti, e il loro impatto finanziario sull'esercizio chiuso il 31 marzo 2003 viene illustrato in dettaglio alla Nota 31.

L'utile netto di esercizio risultante dalla nuova base di contabilizzazione ammonta a DSP 536,1 milioni, rispetto all'importo equivalente di DSP 592,8 milioni dell'anno precedente. I fattori alla base di questo risultato sono trattati nei paragrafi seguenti.

### *Ricavi operativi totali*

I ricavi operativi totali sono ammontati a DSP 564,5 milioni, contro DSP 598,3 milioni dell'esercizio finanziario 2002/03. Il calo del livello medio dei

tassi di interesse sui principali mercati finanziari rispetto a quello prevalente lo scorso anno ha ridotto i proventi del portafoglio di investimento della Banca, finanziato dal capitale proprio. La flessione ha più che controbilanciato i profitti aggiuntivi derivanti dalla contestuale crescita nel volume dei mezzi propri. I minori rendimenti del portafoglio di investimento sono stati in parte compensati dai maggiori redditi netti sulle attività di deposito, cresciute *grosso modo* in linea con i depositi in valute. I margini complessivi di intermediazione, tenuto conto delle rettifiche di valore, sono rimasti su livelli analoghi a quelli dell'esercizio 2002/03.

#### *Costi operativi*

I costi operativi (Nota 23 relativa ai Conti) sono ammontati a DSP 142,5 milioni, con un aumento dello 0,1% rispetto ai DSP 142,3 milioni dell'anno precedente. Le spese di amministrazione esclusi gli ammortamenti sono scese dell'1,6%, a DSP 125,6 milioni (2003: DSP 127,6 milioni). In termini di franchi svizzeri, moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca, esse sono diminuite del 4,4%, da CHF 247,6 a 236,5 milioni. Queste cifre includono gli aggiustamenti contabili aggiuntivi, concernenti soprattutto le obbligazioni del sistema pensionistico, ricompresi in precedenza nella voce "Politica di budget".

Le spese per il personale sono leggermente diminuite per effetto della cessazione del rimborso delle imposte sul reddito dei dipendenti di nazionalità svizzera susseguita all'entrata in vigore del nuovo Accordo di Sede con il Consiglio federale svizzero il 1° gennaio 2003. Escludendo questo fattore, gli emolumenti del personale sono cresciuti pressoché in linea con l'aumento del numero medio di dipendenti in posizione full-time, saliti del 3,4%, a 509 unità. Le spese a titolo di pensione sono scese di CHF 32,7 milioni, a CHF 30,2 milioni, in quanto la cifra relativa all'esercizio precedente comprendeva l'esborso *una tantum* per CHF 33,9 milioni al Fondo pensione dei dipendenti. Le altre spese relative al personale sono aumentate di CHF 21,5 milioni, in conseguenza principalmente delle maggiori contribuzioni post-pensionistiche effettuate nel quadro dell'assicurazione malattia e infortunio.

Gli oneri per ammortamento sono saliti da DSP 14,7 a 16,9 milioni; questa cifra è comprensiva di un ammortamento straordinario per DSP 3,3 milioni conseguente alla revisione periodica del deterioramento nel valore di mercato degli immobili della Banca.

#### *Utile operativo e altri profitti*

In conseguenza dei fattori sopra menzionati, nell'esercizio finanziario 2003/04 l'utile operativo è ammontato a DSP 422,0 milioni, con un calo del 7,5% rispetto al livello di DSP 456,0 milioni dell'anno precedente.

In un contesto di tassi di interesse mediamente più bassi, i profitti su vendite dei titoli del portafoglio di investimento finanziato dal patrimonio della Banca si sono ragguagliati in DSP 154,4 milioni, rispetto a DSP 147,0 milioni del 2002/03.

Gli oneri computati alla voce "Azioni riacquistate – effetti del lodo arbitrale" si riferiscono alla sentenza definitiva pronunciata dal Tribunale



arbitrale dell'Aia il 19 settembre 2003, che ha comportato un più elevato prezzo unitario di compenso, una quota addizionale a titolo di interessi e una perdita di cambio derivante dalla riconversione da franchi svizzeri a DSP del corrispondente accantonamento al tasso corrente del 19 settembre 2003.

### *Proposta di ripartizione dell'utile netto per l'esercizio finanziario*

In conformità dell'Articolo 51 dello Statuto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire l'utile netto per l'esercizio finanziario 2003/04, pari a DSP 536,1 milioni, nel modo seguente:

1. un importo di DSP 104,0 milioni per il pagamento di un dividendo di DSP 225 per azione;
2. un importo di DSP 86,4 milioni al Fondo di riserva generale;
3. un importo di DSP 20,5 milioni al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
4. un importo di DSP 325,2 milioni, che rappresenta il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per scopi che siano conformi allo Statuto.

Il Consiglio di amministrazione propone che il dividendo suddetto sia espresso per la prima volta in DSP, la nuova unità di conto della Banca, in luogo del franco svizzero. Ove approvato, esso sarà pagato il 2 luglio 2004 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 31 marzo 2004 in una qualsiasi delle valute costituenti il DSP, oppure in franchi svizzeri.

Per quanto attiene al livello del dividendo, l'importo di 400 franchi svizzeri approvato nel precedente esercizio finanziario equivaleva, al tasso di cambio vigente alla data del 31 marzo 2003, a DSP 214,8. Il dividendo unitario proposto per il corrente esercizio, pari a DSP 225, rappresenta quindi un incremento del 4,7% rispetto al dividendo dell'anno precedente.

Il dividendo sarà pagato su 470 073 azioni (quello sulle 18 000 nuove azioni emesse durante l'esercizio finanziario verrà regolato *pro rata temporis* in base alla corrispondente data di valuta della sottoscrizione). Il numero delle azioni emesse e liberate prima del riscatto è di 547 125. Di queste, 77 052 rappresentano azioni proprie in portafoglio, comprendenti 74 952 titoli riscattati da ex azionisti privati e banche centrali e 2 100 azioni di altro tipo. Nessun dividendo viene corrisposto sulle azioni proprie.

### *Ripartizione delle rettifiche delle riserve statutarie della Banca al 31 marzo 2003*

#### *Rivalutazioni*

L'adozione del DSP e i nuovi criteri contabili hanno accresciuto le riserve statutarie in essere al 31 marzo 2003 di DSP 577,2 milioni. L'incremento è dovuto alla rivalutazione in bilancio dell'oro di proprietà e degli strumenti finanziari della Banca dal costo storico ammortizzato al valore di mercato. Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire tale aumento (Nota 31C relativa ai Conti) nel modo seguente:

1. un importo di DSP 19,3 milioni al Fondo di riserva legale;
2. un importo di DSP 266,5 milioni al Fondo di riserva generale;
3. un importo di DSP 291,4 milioni al Fondo di riserva libero.

I trasferimenti al Fondo di riserva legale e al Fondo di riserva generale riguardano le rettifiche di rivalutazione dell'oro al valore di mercato dal precedente valore statutario, \$208 per oncia. Essi non incidono sul saldo del Fondo di riserva legale, che resta pari al 10% del capitale versato, conformemente all'Articolo 51(1) dello Statuto. Il trasferimento al Fondo di riserva libero rappresenta il saldo positivo di rivalutazione degli strumenti finanziari della Banca (diversi dall'oro di proprietà e dai titoli del portafoglio di investimento) dal costo storico ammortizzato al valore di mercato.

#### *Riclassificazioni*

Inoltre, talune voci del patrimonio della Banca sono state riclassificate a seguito delle modifiche sopra menzionate. Tali riclassificazioni hanno ridotto le riserve statutarie della Banca in essere al 31 marzo 2003 di un ammontare netto di DSP 49,8 milioni (Nota 31B relativa ai Conti). Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire tale riduzione operando i seguenti trasferimenti:

1. un importo di DSP 92,1 milioni dal capitale azionario al Fondo di riserva libero;
2. un importo di DSP 429,7 milioni dal Conto rettifiche di valutazione al Fondo di riserva libero;
3. un importo di DSP 571,6 milioni dal Fondo di riserva libero al Conto rivalutazione oro.

Il trasferimento dal capitale azionario rappresenta l'arrotondamento per difetto del valore nominale delle azioni della Banca dall'ammontare di DSP 5 696 risultante dalla conversione a DSP 5 000, ed è conforme alla risoluzione approvata dall'Assemblea generale straordinaria del 10 marzo 2003. Il trasferimento di DSP 429,7 milioni concerne il saldo del Conto rettifiche di valutazione al 31 marzo 2003, chiuso a seguito della modifica dei criteri contabili della Banca in materia di differenze di cambio. Il trasferimento al Conto rivalutazione oro, una riserva all'interno della voce "Altri conti di capitale", rappresenta l'eccedenza nel valore di mercato dell'oro di proprietà della Banca rispetto al precedente valore statutario al 31 marzo 2003.

#### *Relazione dei Revisori dei conti*

I Conti della Banca sono stati debitamente certificati da PricewaterhouseCoopers AG. I Revisori hanno confermato che i Conti forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della BRI al 31 marzo 2004, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data. La relazione dei Revisori è riportata in calce ai Conti.

## Consiglio di amministrazione

Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam  
Presidente del Consiglio di amministrazione,  
Presidente della Banca

Hans Tietmeyer, Francoforte sul Meno  
Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Vincenzo Desario, Roma  
David Dodge, Ottawa  
Antonio Fazio, Roma  
Toshihiko Fukui, Tokyo  
Timothy F. Geithner, New York  
Sir Edward George, Londra  
Alan Greenspan, Washington  
Hervé Hannoun, Parigi  
Lars Heikensten, Stoccolma  
Mervyn King, Londra  
Christian Noyer, Parigi  
Guy Quaden, Bruxelles  
Jean-Pierre Roth, Zurigo  
Alfons Vicomte Verplaetse, Bruxelles  
Axel A. Weber, Francoforte sul Meno

### *Sostituti*

Bruno Bianchi o Giovanni Carosio, 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 Hans Tietmeyer

## 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
Mario Giovanoli	Consigliere giuridico
Günter Pleines	Vice Capo del Dipartimento Bancario
Peter Dittus	Vice Segretario Generale
Már Gudmundsson	Vice Capo del Dipartimento Monetario ed Economico
Josef Tošovský	Presidente, Istituto per la stabilità finanziaria

### Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione

Il 1° luglio 2003 Mervyn King è subentrato a Sir Edward George nella carica di Governatore della Bank of England, divenendo membro di diritto del Consiglio di amministrazione. In sostituzione di Lord Kingsdown, che ha lasciato il suo seggio nel Consiglio a fine giugno 2003, Mervyn King ha designato in qualità di Consigliere Sir Edward George per il periodo dal 1° luglio 2003 alla data di scadenza del mandato di Lord Kingsdown, il 6 maggio 2005. Alla riunione del giugno 2003 Hans Tietmeyer è stato eletto Vice Presidente del Consiglio di amministrazione per il restante periodo del suo mandato, ossia fino al 31 dicembre 2005, in sostituzione di Lord Kingsdown. Durante la stessa riunione il Consiglio ha rieletto Nout Wellink, Presidente della Nederlandsche Bank, alla carica di Consigliere per un ulteriore mandato triennale, che avrà termine il 30 giugno 2006.

Il 10 giugno 2003 William McDonough ha lasciato vacante il suo seggio nel Consiglio. Alan Greenspan, Presidente del Board of Governors del Federal Reserve System, ha nominato Jamie Stewart, Presidente *ad interim* della Federal Reserve Bank di New York, quale membro del Consiglio. In seguito alle dimissioni di Jamie Stewart dalla carica di Consigliere nel dicembre 2003,

Alan Greenspan ha designato a succedergli il nuovo Presidente della Federal Reserve Bank di New York, Timothy F. Geithner, che resterà in carica per la residua durata del mandato di Jamie Stewart, fino al 12 settembre 2006.

Nella riunione del settembre 2003 il Consiglio ha rieletto Toshihiko Fukui, Governatore della Bank of Japan, e David Dodge, Governatore della Bank of Canada, quali Consiglieri per un ulteriore mandato di tre anni, che terminerà il 12 settembre 2006.

Nell'ottobre 2003 Jean-Claude Trichet, Governatore della Banque de France, ha riconfermato Hervé Hannoun in qualità di membro del Consiglio per un ulteriore periodo di tre anni, che si concluderà il 27 novembre 2006. Il 1° novembre 2003 Christian Noyer è succeduto a Jean-Claude Trichet nella carica di Governatore della Banque de France, divenendo membro di diritto del Consiglio di amministrazione.

Nella riunione del marzo 2004 il Consiglio ha rinnovato il mandato di Jean-Pierre Roth, Presidente della Direzione generale della Banca Nazionale Svizzera, per un ulteriore triennio, che si concluderà il 31 marzo 2007.

Il 27 aprile 2004 Ernst Welteke ha rassegnato le dimissioni dalla carica di Presidente della Deutsche Bundesbank. Axel Weber gli è succeduto il 30 aprile ed ha assunto la carica di Consigliere di diritto a partire da tale data.

Per quanto concerne i Dirigenti della BRI, nell'agosto 2003 Renato Filosa ha lasciato la Banca, dove ricopriva la carica di Direttore del Dipartimento Monetario ed Economico. Már Gudmundsson è stato nominato Vice Capo del Dipartimento a far tempo dal 23 giugno 2004.

\*\*\*

Il Consiglio ha appreso con profondo cordoglio la notizia della scomparsa di Rémi Gros, deceduto il 10 gennaio 2004 all'età di 73 anni. Rémi Gros aveva iniziato la sua attività presso la Banca nel 1966, divenendo Capo del Dipartimento Bancario nel 1985; nel febbraio 1992 era stato nominato Condirettore Generale, carica che aveva rivestito fino al suo collocamento a riposo nel dicembre 1995.

## Banche centrali membri della BRI<sup>3</sup>

Banque d'Algérie	Bank of Israel
Saudi Arabian Monetary Agency	Banca d'Italia
Banco Central de la República Argentina	Latvijas Banka (Lettonia)
Reserve Bank of Australia	Lietuvos Bankas (Lituania)
Oesterreichische Nationalbank (Austria)	Narodna Banka na Republika Makedonija
Banque Nationale de Belgique/ Nationale Bank van België	Bank Negara Malaysia
Centralna Banka Bosne i Hercegovine	Banco de México
Banco Central do Brasil	Norges Bank (Norvegia)
Bulgarian National Bank	Reserve Bank of New Zealand
Bank of Canada/Banque du Canada	De Nederlandsche Bank
Banco Central de Chile	Narodowy Bank Polski (Polonia)
The People's Bank of China	Banco de Portugal
The Bank of Korea	Bank of England
Hrvatska narodna banka (Croazia)	Ceská národní banka (Repubblica ceca)
Danmarks Nationalbank	Banca Națională a României
Eesti Pank (Estonia)	Central Bank of the Russian Federation
Bangko Sentral ng Pilinas/ Central Bank of the Philippines	Monetary Authority of Singapore
Suomen Pankki/Finlands Bank	Národná Banka Slovenska (Slovacchia)
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
Bank Sentral Republik Indonesia/ Bank Indonesia	Bank of Thailand
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Seðlabanki Islands (Islanda)	Magyar Nemzeti Bank (Ungheria)
	Banca centrale europea

<sup>3</sup> Conformemente all'Articolo 15 dello Statuto, il capitale azionario della Banca è detenuto unicamente da banche centrali. È attualmente allo studio lo *status* giuridico dell'emissione iugoslava del capitale, a seguito degli emendamenti costituzionali che nel febbraio 2003 hanno trasformato la Repubblica federale di Jugoslavia nell'Unione degli Stati Serbia e Montenegro, con due distinte banche centrali.

## Situazioni dei conti

al 31 marzo 2004

A seguito dell'introduzione del DSP quale unità di conto della BRI, la Banca ha aggiornato e ampliato i criteri e la metodologia per la redazione del bilancio e la connessa informativa.

Le situazioni dei conti alle pagine 206–228 sono state stilate sulla base di tali modifiche e approvate il 10 maggio 2004.

Nout H.E.M. Wellink  
Presidente

Malcolm D. Knight  
Direttore Generale

I conti per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2004 sono presentati in una veste approvata dal Consiglio di amministrazione in conformità dell'Articolo 49 dello Statuto della Banca. Essi, unitamente alle Note relative ai Conti, sono stati redatti in lingua inglese. In caso di dubbio, si rimanda alla versione inglese.

## Situazione patrimoniale

al 31 marzo 2004

<i>in milioni di DSP</i>	Note	2004	2003 Importi rettificati
<b>Attivo</b>			
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	3	18,9	4 300,7
Oro e depositi in oro	4	9 073,8	7 541,9
Buoni del Tesoro	5	30 240,7	20 724,5
Titoli acquistati pronti contro termine	5	21 835,2	12 255,0
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	5	68 162,4	58 728,2
Titoli di Stato e altri titoli	5	33 483,1	38 732,6
Strumenti finanziari derivati	6	3 321,1	3 966,1
Partite in corso di ricezione	7	1 609,6	3 173,9
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	8	190,0	196,4
<b>Totale attivo</b>		<b>167 934,8</b>	149 619,3
<b>Passivo</b>			
Depositi in valute	9	133 152,5	122 519,0
Depositi in oro	10	7 293,5	6 022,6
Titoli ceduti pronti contro termine	11	1 225,3	73,2
Strumenti finanziari derivati	6	4 339,7	3 234,1
Partite in corso di pagamento	12	12 169,4	8 242,3
Altre passività	13	144,4	598,9
<b>Totale passivo</b>		<b>158 324,8</b>	140 690,1
<b>Capitale</b>			
Azioni	14	683,9	661,4
Riserve statutarie		8 230,8	7 522,7
Conto profitti e perdite	31*	536,1	575,4
Meno: azioni proprie	14, 15	(852,6)	(739,1)
Altri conti di capitale		1 011,8	908,8
<b>Totale capitale</b>		<b>9 610,0</b>	8 929,2
<b>Totale passivo e capitale</b>		<b>167 934,8</b>	149 619,3

\* La Nota 31 illustra l'influsso sulle situazioni dei conti per il 2003 derivante sia dal passaggio dell'unità di conto della Banca dal franco oro al DSP sia dall'adozione dei nuovi criteri contabili.



## Conto profitti e perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2004

<i>in milioni di DSP</i>	Note	2004	2003 Importi rettificati
Reddito da interessi	18	3 493,9	4 135,2
Oneri da interessi	19	(2 681,1)	(3 228,9)
Rettifiche nette di valutazione	20	(258,7)	(314,3)
<b>Reddito netto da interessi</b>		<b>554,1</b>	592,0
Reddito netto da commissioni e provvigioni	21	1,4	1,7
Plusvalenze valutarie nette	22	9,0	4,6
<b>Totale ricavi operativi</b>		<b>564,5</b>	598,3
Spese di amministrazione	23	(142,5)	(142,3)
<b>Utile operativo</b>		<b>422,0</b>	456,0
Plus/minusvalenze nette su vendite di titoli del portafoglio di investimento	24	154,4	147,0
Azioni riacquistate – effetti del lodo arbitrale	15		
Oneri da interessi		(32,9)	(10,2)
Perdita su conversioni valutarie		(7,4)	–
<b>Utile netto dell'esercizio finanziario*</b>		<b>536,1</b>	592,8

\* L'utile netto dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2003 è stato convertito utilizzando tassi medi di cambio, e differisce pertanto dal saldo del Conto profitti e perdite (DSP 575,4 milioni) risultante dal bilancio rettificato per il 2003, calcolato in base ai tassi di cambio di fine anno. La differenza è dovuta al passaggio dell'unità di conto della Banca dal franco oro al DSP.

## Ripartizione degli utili

proposta per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2004

<i>in milioni di DSP</i>	<b>2004</b>
<b>Utile netto dell'esercizio finanziario</b>	<b>536,1</b>
Trasferimento al Fondo di riserva legale	–
<b>Dividendo proposto:</b>	
DSP 225 per azione su 452 073 azioni	(101,7)
Su 18 000 azioni di nuova emissione ( <i>pro rata temporis</i> in base alla data di valuta della sottoscrizione)	(2,3)
	<b>(104,0)</b>
<b>Trasferimenti proposti agli altri fondi di riserva:</b>	<b>432,1</b>
Fondo di riserva generale	(86,4)
Fondo speciale di riserva per i dividendi	(20,5)
Fondo di riserva libero	(325,2)
<b>Utile residuo dopo i trasferimenti ai fondi di riserva</b>	<b>–</b>

La ripartizione degli utili proposta è conforme all'Articolo 51 dello Statuto della Banca.

## Evoluzione delle riserve statutarie della Banca

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2004

<i>in milioni di DSP</i>	Note	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero	<b>2004</b>
						Totale riserve statutarie
<b>Situazione al 31 marzo 2003 – importo rettificato</b>	31	<b>66,1</b>	<b>2 379,7</b>	<b>105,3</b>	<b>4 971,6</b>	<b>7 522,7</b>
Ripartizione dell'utile 2002/03		–	41,4	4,2	432,7	478,3
Azioni di nuova emissione	14	2,2	227,6	–	–	229,8
<b>Situazione come da bilancio al 31 marzo 2004 prima della ripartizione degli utili proposta</b>		<b>68,3</b>	<b>2 648,7</b>	<b>109,5</b>	<b>5 404,3</b>	<b>8 230,8</b>
Trasferimenti proposti ai fondi di riserva		–	86,4	20,5	325,2	432,1
<b>Situazione al 31 marzo 2004 dopo la ripartizione degli utili proposta</b>		<b>68,3</b>	<b>2 735,1</b>	<b>130,0</b>	<b>5 729,5</b>	<b>8 662,9</b>

## Evoluzione del capitale della Banca

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2004

<i>in milioni di DSP</i>	Note	Azioni	Riserve statutarie	Profitti e perdite	Azioni proprie	Altri conti di capitale	2004	2003
							Totale capitale	Totale capitale – importi rettificati
<b>Situazione al 31 marzo 2003 – importi rettificati</b>	<b>31</b>	<b>661,4</b>	<b>7 522,7</b>	<b>575,4</b>	<b>(739,1)</b>	<b>908,8</b>	<b>8 929,2</b>	8 569,0
Pagamento del dividendo 2002/03		–	–	(97,1)	–	–	(97,1)	(81,9)
Ripartizione dell'utile 2002/03		–	478,3	(478,3)	–	–	–	–
Azioni riacquistate – effetti del lodo arbitrale	15	–	–	–	(113,5)	–	(113,5)	(196,1)
Azioni di nuova emissione	14	22,5	229,8	–	–	–	252,3	–
Rettifiche nette di valutazione su titoli del portafoglio di investimento	5	–	–	–	–	(158,7)	(158,7)	303,9
Rettifiche nette di valutazione su disponibilità in oro	4	–	–	–	–	261,7	261,7	17,3
Differenze di cambio	31	–	–	–	–	–	–	(275,8)
Utile netto dell'esercizio finanziario		–	–	536,1	–	–	536,1	592,8
<b>Situazione come da bilancio al 31 marzo 2004 prima della ripartizione degli utili proposta</b>		<b>683,9</b>	<b>8 230,8</b>	<b>536,1</b>	<b>(852,6)</b>	<b>1 011,8</b>	<b>9 610,0</b>	8 929,2
Dividendo proposto		–	–	(104,0)	–	–	(104,0)	
Trasferimenti proposti ai fondi di riserva		–	432,1	(432,1)	–	–	–	
<b>Situazione al 31 marzo 2004 dopo la ripartizione degli utili proposta</b>		<b>683,9</b>	<b>8 662,9</b>	<b>–</b>	<b>(852,6)</b>	<b>1 011,8</b>	<b>9 506,0</b>	

Le riserve statutarie comprendono sovrapprezzi di emissione per DSP 811,7 milioni.

# Note relative ai Conti

## 1. Introduzione

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI, "la Banca") è un'istituzione finanziaria internazionale costituita in applicazione dell'Accordo dell'Aia del 20 gennaio 1930, della Carta costitutiva della Banca e del suo Statuto. La Banca ha sede in Centralbahnplatz 2, 4002 Basilea, Svizzera. Essa dispone di un Ufficio di rappresentanza per l'Asia e il Pacifico a Hong Kong, Regione amministrativa a statuto speciale della Repubblica popolare cinese, e uno per le Americhe a Città del Messico, Messico.

Gli scopi della BRI, secondo quanto disposto dall'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 cinquantasei banche centrali sono membri della Banca. I diritti di rappresentanza e di voto alle Assemblee generali vengono esercitati 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.

Le presenti situazioni dei conti comprendono lo Stato patrimoniale e il Conto profitti e perdite, in conformità dell'Articolo 49 dello Statuto della Banca.

## 2. Criteri contabili rilevanti

### A. Unità di conto

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 (FMI).

Prima di tale data l'unità di conto della Banca era il franco oro (FO). La modifica è stata introdotta per favorire una gestione più efficiente delle operazioni e del capitale economico della Banca, nonché per accrescere la trasparenza delle sue situazioni contabili.

Il DSP è calcolato sulla base di un paniere di importanti valute conformemente alla Rule O-1 così come definita dal Comitato esecutivo dell'FMI il 29 dicembre 2000 con decorrenza dal 1° gennaio 2001. Secondo l'attuale modalità di calcolo, un DSP equivale alla somma di USD 0,577, EUR 0,426, JPY 21 e GBP 0,0984. La composizione di tale paniere valutario è soggetta a revisione da parte dell'FMI ogni cinque anni.

Tutti gli importi delle presenti situazioni contabili sono espressi in milioni di DSP, ove non altrimenti indicato.

### B. Modifiche delle politiche e dell'informativa in materia contabile

Parallelamente all'introduzione del DSP quale unità di conto, la Banca ha riveduto le sue prassi contabili

per allinearle maggiormente alla propria operatività. Di conseguenza, a decorrere dal 1° aprile 2003 sono entrate in vigore alcune modifiche dei criteri contabili e dell'informativa di bilancio. Tali modifiche, riassunte qui di seguito, rispecchiano e dettagliano in modo migliore la situazione economica, patrimoniale e finanziaria della Banca.

### *Contabilizzazione in bilancio degli strumenti finanziari*

Allo scopo di riflettere il crescente orientamento al mercato dell'operatività della Banca, gli strumenti finanziari vengono di norma computati in bilancio al rispettivo valore di mercato alla data contabile. Gli strumenti finanziari derivati sono contabilizzati sia all'attivo che al passivo dello Stato patrimoniale ai valori lordi di mercato. Le eccezioni a questa regola generale sono elencate alle voci "Strumenti finanziari (diversi da oro e depositi in oro)" e "Oro e depositi in oro". In passato gli strumenti finanziari venivano contabilizzati alla data di valuta e al costo storico ammortizzato, mentre gli strumenti derivati figuravano su base netta.

### *Contabilizzazione degli strumenti finanziari nei conti di capitale/profitti e perdite*

Le oscillazioni nel valore delle attività e passività finanziarie nei confronti di banche (relative all'accettazione e al reinvestimento dei depositi della clientela da parte della Banca), nonché la totalità degli strumenti finanziari derivati sono imputate al Conto profitti e perdite. Per quanto riguarda le attività del portafoglio di investimento della Banca (che comprendono l'oro e gli investimenti valutari finanziati dai mezzi propri), il reddito da interessi e le plusvalenze realizzate vengono parimenti inclusi nel Conto profitti e perdite al costo storico, mentre le plus/minusvalenze non realizzate vengono contabilizzate al valore di mercato direttamente alle riserve di rivalutazione fra i conti di capitale. Nell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2003 il reddito da interessi e le plusvalenze realizzate erano stati imputati al Conto profitti e perdite della Banca al loro valore storico, mentre le plus/minusvalenze non realizzate al valore di mercato non avevano trovato contabilizzazione al Conto profitti e perdite, né ai conti di capitale.

### *Differenze risultanti dalla conversione valutaria*

Le differenze risultanti dalla conversione valutaria sono computate al Conto profitti e perdite. In precedenza esse figuravano nel conto Rettifiche di valore del capitale.

I criteri contabili riveduti per le singole poste di bilancio sono descritti di seguito in maggior dettaglio. Alla Nota 31 è riportato il prospetto di raccordo tra la situazione dei conti al 31 marzo 2003 in FO e quella in DSP, che incorpora le modifiche delle politiche contabili sopra descritte. Le corrispondenti cifre relative all'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2003 sono state rettifiche in modo da rispecchiare tali modifiche.

### **C. Conversione valutaria**

Gli strumenti finanziari vengono convertiti in DSP ai tassi di cambio vigenti alla data di chiusura dei conti. Le altre attività e passività sono contabilizzate in DSP ai tassi di cambio vigenti alla data della transazione. I profitti e le perdite sono convertiti in DSP sulla base di un tasso medio. Le differenze di cambio derivanti dalla riconversione di strumenti finanziari e dal regolamento di transazioni vengono imputate al Conto profitti e perdite.

### **D. Metodologia di valutazione**

In generale la Banca valuta attività, passività e strumenti derivati al valore di mercato. Per ricavare tale valore vengono impiegate affidabili quotazioni ufficiali di mercati ad alto volume di scambi. Laddove tali quotazioni non sono disponibili (per strumenti quali i derivati trattati fuori borsa), la Banca calcola i valori di mercato in base a modelli finanziari che utilizzano l'analisi dei flussi di cassa scontati. Questo tipo di analisi è in funzione delle stime dei flussi di cassa futuri, dei tassi di interesse e di cambio, e del profilo temporale dei rimborsi, oltre che di fattori collegati al credito, alla liquidità e alla volatilità.

### **E. Strumenti finanziari (diversi da oro e depositi in oro)**

Questa tipologia di strumenti rappresenta la parte preponderante del bilancio della Banca, e comprende cassa in contanti e conti a vista presso banche, buoni del Tesoro, titoli acquistati pronti contro termine, depositi vincolati e anticipazioni a banche, titoli di Stato e altri titoli, strumenti finanziari derivati, depositi in valute e titoli ceduti pronti contro termine.

Per tutti questi strumenti finanziari, i profitti al costo storico risultanti dalla maturazione degli interessi e dall'ammortamento dei premi pagati e degli sconti ricevuti vengono ricompresi fra i redditi da interessi (per le attività e i derivati) o gli oneri da interessi (per le passività). I profitti realizzati su smobilizzi, riscatti ed estinzioni anticipate sono imputati alle rettifiche nette di valutazione.

Di norma, la Banca iscrive in bilancio gli strumenti finanziari in base alla data di negoziazione e al valore di mercato. I derivati sono contabilizzati fra le attività o le passività a seconda del valore di mercato positivo o negativo del contratto. Gli strumenti finanziari a brevissimo termine (attivi e passivi) rappresentano un'eccezione alla regola generale di contabilizzazione in base al valore di mercato; questi strumenti prevedono di solito un termine massimo di preavviso di tre giorni e vengono computati in bilancio alla data di valuta, al valore nominale più gli interessi maturati. Essi figurano nello Stato patrimoniale alle voci "Cassa in contanti e conti a vista presso banche" e "Depositi in valute".

Il trattamento delle plus/minusvalenze da rivalutazione non realizzate dipende dalla categorizzazione dello strumento finanziario, come descritto di seguito.

#### **1. Depositi in valute principalmente da banche centrali e istituzioni internazionali, nonché attività bancarie e strumenti derivati collegati**

La BRI agisce come market-maker per taluni dei suoi strumenti di deposito in valuta. Il rischio di mercato insito in questa attività viene gestito su scala globale, e pertanto

la Banca contabilizza tutti questi strumenti finanziari al loro valore di mercato; le oscillazioni di valore sono imputate alle rettifiche nette di valutazione del Conto profitti e perdite.

#### **2. Attività, passività e strumenti derivati relativi all'investimento del capitale della Banca**

Le attività sono detenute a lungo termine, ma non necessariamente fino a scadenza. Esse rappresentano attività del portafoglio di investimento e vengono inizialmente iscritte in bilancio al valore di costo, per essere poi rivalutate al valore di mercato. Le relative plus/minusvalenze non realizzate sono contabilizzate fra le riserve di rivalutazione titoli, iscritte in bilancio alla voce "Altri conti di capitale".

Le passività collegate consistono principalmente in operazioni pronti contro termine a breve. In ragione della scadenza ravvicinata, esse sono iscritte in bilancio al valore di mercato, e le relative oscillazioni imputate alle rettifiche nette di valutazione del Conto profitti e perdite. Gli strumenti derivati connessi sono impiegati per la gestione del rischio di mercato ovvero a fini di negoziazione. Essi sono iscritti in bilancio al valore di mercato, e le relative oscillazioni vengono imputate alle rettifiche nette di valutazione del Conto profitti e perdite.

### **F. Oro e depositi in oro**

Le attività e passività in oro sono iscritte in bilancio in base al peso di fino (convertite al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA in DSP), più il rateo interessi maturato. Quest'ultimo viene contabilizzato nel reddito da interessi (per le attività) o negli oneri da interessi (per le passività) su una base di competenza.

Le disponibilità in oro di proprietà della Banca sono classificate tra le attività del portafoglio di investimento. La differenza positiva fra il valore di queste disponibilità e il precedente valore statutario (DSP 151 circa per oncia, pari a USD 208 per oncia al 31 marzo 2003) viene imputata al conto rivalutazione oro, inserito nello Stato patrimoniale alla voce "Altri conti di capitale".

Le plus/minusvalenze sulla rivalutazione dei depositi in oro ricevuti da terzi e quelle relative ai depositi in oro effettuati sono registrate alle rettifiche nette di valutazione del Conto profitti e perdite.

### **G. Partite in corso di ricezione e di pagamento**

Le partite in corso di ricezione e di pagamento consistono principalmente in poste a brevissimo termine collegate al regolamento di transazioni finanziarie. Esse sono iscritte in bilancio al valore di costo.

### **H. Terreni, immobili, arredi e attrezzature**

Il costo di immobili, arredi e attrezzature della Banca viene capitalizzato e ammortizzato a quote costanti sul periodo stimato di vita utile delle attività soggette ad ammortamento, nel modo seguente:

immobili – 50 anni

impianti e macchinari – 15 anni

attrezzature informatiche – 4 anni

arredi e altre attrezzature – da 4 a 10 anni

Il costo dei terreni non viene ammortizzato. La Banca verifica periodicamente il deterioramento di terreni,

immobili, arredi e attrezzature. Nel caso in cui il valore di bilancio di un'immobilizzazione ecceda il presumibile valore di realizzo, la differenza viene portata in detrazione della corrispondente voce dello Stato patrimoniale. Le spese in conto capitale e le dismissioni sono convertite al tasso di cambio vigente alla data della transazione.

### I. Accantonamenti

La Banca effettua accantonamenti in vista di eventuali spese connesse con obblighi di legge risultanti da eventi verificatisi prima della data di chiusura dei conti e per il cui regolamento si rendano verosimilmente necessarie risorse finanziarie, purché sia possibile stimare in modo ragionevole il loro ammontare.

### J. Obbligazioni connesse con il sistema pensionistico

La Banca gestisce per il suo personale un fondo pensionistico a prestazione definita. Essa gestisce inoltre schemi pensionistici non finanziati per i membri del Consiglio di amministrazione e un sistema di assicurazione malattia e infortunio per i dipendenti e i pensionati.

#### Fondo pensione

Le passività a fronte del fondo pensione del personale 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 alla stessa data, tenuto conto delle rettifiche per utili e perdite attuariali non imputati e dei passati costi di servizio. Il valore dell'obbligazione a prestazione definita viene calcolato con cadenza annuale da attuari indipendenti secondo il metodo "projected unit credit" (spettanza maturata nell'esercizio). Il valore attuale dell'obbligazione è determinato dalle stime dei futuri flussi di cassa in uscita, scontate ai tassi di interesse di titoli di debito societari ad alto rating aventi una durata residua prossima a quella della corrispondente passività.

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 (laddove il risultato effettivo sia diverso dalle ipotesi attuariali formulate in precedenza), variazioni nelle ipotesi attuariali e modifiche al regolamento del fondo pensione vengono contabilizzati al Conto profitti e perdite per il periodo di servizio dei dipendenti interessati. Le risultanti attività e passività sono incorporate rispettivamente alle voci "Partite in corso di ricezione" e "Altre passività" dello Stato patrimoniale.

#### Schemi non finanziati

Le passività a fronte del fondo pensionistico non finanziato per i membri del Consiglio di amministrazione e dello schema non finanziato di assicurazione malattia e infortunio sono stimate sulla base del valore attuale dell'obbligazione a prestazione definita con le stesse modalità di calcolo adottate per lo schema di pensione per il personale. Per quanto riguarda lo schema di assicurazione malattia e infortunio (la cui fruizione è di norma subordinata al raggiungimento del cinquantesimo anno di

età e di un periodo minimo di servizio di dieci anni completi), il costo atteso di tali prestazioni viene contabilizzato lungo l'intero periodo di servizio in Banca utilizzando il metodo "projected unit credit". Le relative obbligazioni sono valutate ogni anno da attuari indipendenti.

#### Principio del "corridoio"

Nel caso in cui le obbligazioni pensionistiche a prestazione definita eccedano in bilancio le passività o, se di importo più elevato, le eventuali attività impiegate per finanziare le obbligazioni stesse per un ammontare maggiore a un "corridoio" del 10%, l'eccedenza risultante viene ammortizzata nell'arco della vita lavorativa residua attesa del dipendente interessato.

### K. Uso delle stime

La preparazione dei rendiconti finanziari presuppone da parte della Direzione della Banca l'elaborazione di alcune stime per ottenere gli importi segnalati di attività e passività, nonché la notifica di attività e passività eventuali alla data di chiusura dei conti, oltre ai costi e ricavi contabilizzati per l'anno finanziario. Per calcolare queste stime la Direzione ricorre alle informazioni disponibili, formula ipotesi, esercita le sue capacità di giudizio. I successivi risultati di fatto possono discostarsi sensibilmente da quelli stimati.

## 3. Cassa in contanti e conti a vista presso banche

Il conto "Cassa in contanti e conti a vista presso banche" accoglie i saldi liquidi presso banche centrali e commerciali di cui la Banca può disporre senza preavviso.

## 4. Oro e depositi attivi in oro

La tabella seguente mostra la composizione delle disponibilità complessive in oro della Banca:

<i>in milioni di DSP</i>	2004	2003
Oro in barre presso banche centrali	5 463,9	4 534,2
Totale depositi in oro a termine	3 609,9	3 007,7
<b>Totale oro e depositi attivi in oro</b>	<b>9 073,8</b>	<b>7 541,9</b>

Nel totale sono comprese le disponibilità proprie in oro della Banca, che al 31 marzo 2004 ammontavano a DSP 1780,7 milioni, equivalenti a 192 tonnellate di oro fino (31 marzo 2003: DSP 1519,0 milioni; 192 tonnellate). Le disponibilità proprie in oro della Banca sono iscritte in bilancio in base al peso di fino (convertito al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA in DSP), più il rateo di interessi maturato. La differenza positiva fra questo valore e il precedente valore statutario, pari a DSP 151 circa per oncia, è contabilizzata a valere sul conto rivalutazione oro (inserito in bilancio alla voce "Altri conti di capitale"), mentre gli utili o le perdite realizzate sulle cessioni di oro di proprietà sono imputati al Conto profitti e perdite. Al 1° aprile 2003 il saldo iniziale del conto rivalutazione oro ammontava a DSP 571,6 milioni. A seguito dell'incremento di DSP 261,7 milioni durante l'esercizio finanziario, al 31 marzo 2004 il saldo del conto era pari a DSP 833,3 milioni.

## 5. Attività bancarie e del portafoglio di investimento

	2004			2003		
	Attività bancarie	Attività del portafoglio di investimento	Totale	Attività bancarie	Attività del portafoglio di investimento	Totale
<i>in milioni di DSP</i>						
<b>Buoni del Tesoro</b>	<b>30 240,7</b>	–	<b>30 240,7</b>	20 724,5	–	20 724,5
<b>Titoli acquistati pronti contro termine</b>	<b>20 609,7</b>	<b>1 225,5</b>	<b>21 835,2</b>	12 181,8	73,2	12 255,0
<b>Depositi vincolati e anticipazioni a banche</b>						
Anticipazioni	–	–	–	387,6	–	387,6
Depositi a scadenza fissa	65 515,0	–	65 515,0	53 562,9	–	53 562,9
Altri conti a vista	2 640,6	6,8	2 647,4	4 767,2	10,5	4 777,7
	<b>68 155,6</b>	<b>6,8</b>	<b>68 162,4</b>	58 717,7	10,5	58 728,2
<b>Titoli di Stato e altri titoli</b>						
Titoli di Stato	3 853,5	4 978,4	8 831,9	8 630,7	4 612,4	13 243,1
Istituzioni finanziarie	15 508,2	1 221,8	16 730,0	14 299,3	1 189,6	15 488,9
Altri (fra cui titoli del settore pubblico)	6 584,3	1 336,9	7 921,2	8 391,5	1 609,1	10 000,6
	<b>25 946,0</b>	<b>7 537,1</b>	<b>33 483,1</b>	31 321,5	7 411,1	38 732,6
<b>Totale attività bancarie e del portafoglio di investimento</b>	<b>144 952,0</b>	<b>8 769,4</b>	<b>153 721,4</b>	122 945,5	7 494,8	130 440,3

Le attività bancarie e del portafoglio di investimento includono buoni del Tesoro, titoli acquistati pronti contro termine, depositi vincolati e anticipazioni a banche, titoli di Stato e altri titoli. Le attività bancarie sono le poste attive a fronte del reinvestimento dei depositi della clientela, mentre le attività del portafoglio di investimento rappresentano gli investimenti in valute finanziati dai fondi propri della Banca.

I *titoli acquistati pronti contro termine* ("PcT attivi") rappresentano transazioni per mezzo delle quali la Banca colloca presso una controparte un deposito a scadenza fissa contro una garanzia in titoli. Il tasso sul deposito viene fissato alla stipula dell'accordo, che prevede un

impegno irrevocabile a restituire i titoli subordinatamente al rimborso del deposito. Per tutta la durata dell'operazione il valore di mercato dei titoli in garanzia viene monitorato e, ove necessario, reintegrato per coprire eventuali esposizioni creditorie aggiuntive.

I *depositi vincolati e anticipazioni a banche* rappresentano investimenti effettuati presso banche centrali, istituzioni internazionali e banche commerciali, e comprendono prestiti a scadenza, crediti con termine di preavviso e anticipazioni a banche centrali e istituzioni internazionali concesse nel quadro di linee "standby" revocabili e irrevocabili.

<b>al 31 marzo 2004</b>	Valore di mercato	Costo storico	Riserva di rivalutazione titoli	Plusvalenze lorde	Minusvalenze lorde
<i>in milioni di DSP</i>					
Titoli acquistati pronti contro termine	1 225,5	1 225,5	–	–	–
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	6,8	6,8	–	–	–
Titoli di Stato e altri titoli	7 537,1	7 358,6	178,5	193,0	(14,5)
<b>Totale</b>	<b>8 769,4</b>	<b>8 590,9</b>	<b>178,5</b>	<b>193,0</b>	<b>(14,5)</b>

<b>al 31 marzo 2003</b>	Valore di mercato	Costo storico	Riserva di rivalutazione titoli	Plusvalenze lorde	Minusvalenze lorde
<i>in milioni di DSP</i>					
Titoli acquistati pronti contro termine	73,2	73,2	–	–	–
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	10,5	10,5	–	–	–
Titoli di Stato e altri titoli	7 411,1	7 073,9	337,2	337,6	(0,4)
<b>Totale</b>	<b>7 494,8</b>	<b>7 157,6</b>	<b>337,2</b>	<b>337,6</b>	<b>(0,4)</b>

I *titoli di Stato e altri titoli* sono investimenti effettuati con banche centrali, istituzioni internazionali e banche commerciali, e comprendono obbligazioni a tasso fisso o variabile, nonché titoli garantiti da attività.

Le attività bancarie e di investimento della BRI sono riportate nella tabella in alto alla pagina precedente.

Le attività del portafoglio di investimento della Banca sono iscritte in bilancio al valore di mercato. La differenza positiva fra questo valore e il costo storico viene computata nella riserva di rivalutazione titoli (alla voce "Altri conti

di capitale" dello Stato patrimoniale), mentre gli utili o le perdite realizzati sulle disponibilità mobiliari sono portati al Conto profitti e perdite. Al 1° aprile 2003 il saldo iniziale della riserva di rivalutazione titoli ammontava a DSP 337,2 milioni. Dopo la diminuzione di DSP 158,7 milioni durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2004, il saldo a tale data era pari a DSP 178,5 milioni.

La tabella in basso alla pagina precedente raffronta il saldo della riserva di rivalutazione titoli al 31 marzo 2004 con quello al 31 marzo 2003.

## 6. Strumenti finanziari derivati

in milioni di DSP	2004			2003		
	Ammontare nozionale	Valori di mercato		Ammontare nozionale	Valori di mercato	
		Attivo	Passivo		Attivo	Passivo
Futures su titoli obbligazionari	212,7	0,0	(0,0)	211,4	0,1	(0,8)
Opzioni su titoli obbligazionari	388,4	0,1	(0,0)	562,4	1,4	(0,7)
Swap su tassi di interesse a valute incrociate	11 388,0	241,4	(2 454,5)	10 638,0	68,3	(1 791,1)
Contratti valutari a termine	2 209,5	17,7	(5,6)	824,6	2,3	(8,0)
Opzioni su valute (in acquisto e in vendita)	16,6	0,0	(0,0)	327,2	1,7	(1,7)
Swap su valute	37 990,0	53,7	(750,1)	51 717,0	159,1	(202,8)
Forward rate agreement	17 623,0	4,7	(5,0)	26 437,5	8,6	(9,1)
Futures su tassi di interesse	42 143,9	0,4	(0,4)	18 511,9	1,3	(0,4)
Swap su tassi di interesse	85 894,0	3 003,1	(1 099,1)	125 018,0	3 723,3	(1 219,5)
Swaption	1 589,4	0,0	(25,0)	-	-	-
<b>Totale strumenti finanziari derivati</b>	<b>199 455,5</b>	<b>3 321,1</b>	<b>(4 339,7)</b>	<b>234 248,0</b>	<b>3 966,1</b>	<b>(3 234,1)</b>

La Banca impiega i seguenti tipi di strumenti derivati a fini di copertura economica e di negoziazione.

*Contratti valutari a termine:* impegni ad acquistare valute estere a una data futura. Comprendono le transazioni a contante senza consegna.

*Futures su valute, tassi di interesse e titoli obbligazionari:* obbligazioni contrattuali a ricevere o corrispondere a una data futura e a un prezzo prestabilito un ammontare netto, determinato in base alle fluttuazioni di tassi di cambio, tassi di interesse o quotazioni obbligazionarie su un mercato organizzato. Esse sono garantite da contante o titoli negoziabili, e le relative oscillazioni di valore vengono regolate giornalmente in borsa.

*Forward rate agreement:* contratti a termine su tassi di interesse, negoziati fuori borsa, che comportano l'impegno a liquidare per contanti a una data futura la differenza fra il tasso concordato e quello corrente di mercato.

*Swap su valute, tassi di interesse a valute incrociate e tassi di interesse:* impegni a scambiarsi i flussi di pagamento riferiti a una data attività sottostante. Essi possono riguardare valute o tassi di interesse (ad esempio, tasso fisso contro variabile), ovvero una combinazione dei due (swap su tassi di interesse a valute incrociate). Adecezione di taluni contratti su valute o su tassi di interesse a valute incrociate, gli swap non originano scambi in linea capitale.

*Opzioni su valute e titoli obbligazionari:* accordi contrattuali con cui il venditore – dietro il pagamento di un

premio – conferisce all'acquirente il diritto, ma non l'obbligo, di ritirare (opzione call) o di consegnare (opzione put) una determinata quantità di valuta o un titolo obbligazionario a ovvero entro una data e a un prezzo prestabiliti.

*Swaption:* sono opzioni in cui il venditore conferisce all'acquirente il diritto, ma non l'obbligo, di attivare uno swap su valute o su tassi di interesse a ovvero entro una data e a un prezzo prestabiliti.

La tabella che precede riporta l'ammontare nozionale e il valore di mercato degli strumenti finanziari derivati della Banca.

## 7. Partite in corso di ricezione

in milioni di DSP	2004	2003
Transazioni finanziarie in attesa di regolamento	1 598,0	3 143,1
Altre attività	11,6	30,8
<b>Totale partite in corso di ricezione</b>	<b>1 609,6</b>	<b>3 173,9</b>

Le "Transazioni finanziarie in attesa di regolamento" riguardano partite a breve termine in corso di ricezione (in genere, con preavviso massimo di tre giorni) relative a transazioni poste in essere, ma per le quali non vi è stato ancora trasferimento di contante. Fra di esse figurano le vendite di attività e le emissioni di passività già effettuate.



## 8. Terreni, immobili, arredi e attrezzature

<i>in milioni di DSP</i>				2004	2003
	Terreni	Immobili	Arredi e attrezzature	Totale	Totale
Costo storico					
Saldo iniziale al 1° aprile	41,2	185,1	79,4	305,7	298,0
Spese in conto capitale	–	–	10,5	10,5	8,4
Dismissioni e smobilizzi	–	–	(1,8)	(1,8)	(0,7)
<b>Saldo al 31 marzo</b>	<b>41,2</b>	<b>185,1</b>	<b>88,1</b>	<b>314,4</b>	<b>305,7</b>
Ammortamenti					
Ammortamento cumulativo al 1° aprile	–	61,2	48,1	109,3	95,3
Ammortamenti	–	7,1	9,8	16,9	14,7
Dismissioni e smobilizzi	–	–	(1,8)	(1,8)	(0,7)
<b>Saldo al 31 marzo</b>	<b>–</b>	<b>68,3</b>	<b>56,1</b>	<b>124,4</b>	<b>109,3</b>
<b>Valore contabile netto al 31 marzo</b>	<b>41,2</b>	<b>116,8</b>	<b>32,0</b>	<b>190,0</b>	<b>196,4</b>

Gli ammortamenti per l'anno finanziario chiuso il 31 marzo 2004 comprendono un onere aggiuntivo di DSP 3,3 milioni conseguente a una verifica sullo stato di deterioramento dei terreni e degli immobili della Banca.

## 9. Depositi in valute

I depositi in valute – illustrati nella tabella seguente – sono crediti scritturali nei confronti della Banca.

<i>in milioni di DSP</i>	2004	2003
<b>Depositi rimborsabili con preavviso di uno–due giorni</b>		
Strumenti a medio termine (Medium-Term Instruments, MTI)	41 198,8	41 744,4
FIXBIS	35 212,5	31 681,8
	<b>76 411,3</b>	<b>73 426,2</b>
<b>Altri depositi in valute</b>		
Altri depositi (FRIBIS)	6 200,2	6 063,0
Depositi a vista, con termine di preavviso e a scadenza fissa	50 541,0	43 029,8
	<b>56 741,2</b>	<b>49 092,8</b>
<b>Totale depositi in valute</b>	<b>133 152,5</b>	<b>122 519,0</b>

La Banca si è impegnata a rimborsare, in tutto o in parte, taluni depositi al valore di mercato con un preavviso di uno o due giorni lavorativi. Le risultanti plus/minusvalenze sono iscritte nel Conto profitti e perdite alla voce "Rettifiche nette di valutazione".

I depositi in valute (diversi da quelli a vista e con termine di preavviso) sono contabilizzati in bilancio al valore di mercato. Tale valore differisce da quello che la Banca è contrattualmente tenuta a pagare alla scadenza al titolare del deposito. Al 31 marzo 2004 il valore complessivo dei depositi in valute che la Banca è contrattualmente tenuta a pagare alla scadenza al titolare del deposito ammontava a DSP 128 682,8 milioni, comprensivi degli interessi maturati (31 marzo 2003: DSP 120 913,1 milioni).

## 10. Depositi passivi in oro

I depositi di oro presso la Banca provengono interamente da banche centrali.

## 11. Titoli ceduti pronti contro termine

I titoli ceduti pronti contro termine ("PcT passivi") rappresentano transazioni per mezzo delle quali la Banca riceve da una controparte un deposito a scadenza fissa contro una garanzia in titoli. Il tasso sul deposito viene fissato alla stipula dell'accordo, che prevede un impegno irrevocabile a rimborsare il deposito stesso previa restituzione dei titoli a garanzia. Si tratta di operazioni attivate esclusivamente da banche commerciali.

## 12. Partite in corso di pagamento

Le "Partite in corso di pagamento" consistono in transazioni finanziarie in attesa di regolamento a breve termine (in genere, entro un massimo di tre giorni) già poste in essere, ma per le quali non vi è stato ancora trasferimento di contante. Fra di esse figurano gli acquisti di attività e i riacquisti di passività effettuati.

## 13. Altre passività

<i>in milioni di DSP</i>	2004	2003
Obbligazioni del sistema pensionistico – si veda la Nota 17		
Pensioni dei membri del Consiglio di amministrazione	4,0	4,0
Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	111,2	97,1
Debiti verso ex azionisti	14,5	208,9
Altre	14,7	288,9
<b>Totale altre passività</b>	<b>144,4</b>	<b>598,9</b>

## 14. Capitale azionario

L'Assemblea generale straordinaria del 10 marzo 2003 ha emendato lo Statuto della Banca in modo da convertire da franchi oro a DSP la denominazione del capitale, e di conseguenza quella del valore nominale unitario delle azioni della BRI, con decorrenza dal 1° aprile 2003. Al fine di pervenire a un importo in cifra tonda, il valore nominale unitario è stato ridotto dai DSP 5 696 risultanti dal calcolo aritmetico della conversione al 31 marzo 2003 a DSP 5 000 (liberati per il 25%). In termini complessivi, l'eccedenza di DSP 92,1 milioni che ne è scaturita è stata trasferita dal capitale versato al Fondo di riserva libero (si veda la Nota 31). Questa modifica non ha influito sul totale del capitale e delle riserve della Banca.

Il capitale della Banca si compone di:

	2004	2003
	<i>in milioni di DSP</i>	<i>in milioni di FO</i>
Capitale autorizzato: 600 000 azioni, del valore unitario di DSP 5 000 (2003: FO 2 500)	3 000,0	1 500,0
Capitale emesso: 547 125 azioni (2003: 529 125)	2 735,6	1 322,8
<b>Capitale versato (25%)</b>	<b>683,9</b>	<b>330,7</b>

Durante l'anno finanziario chiuso il 31 marzo 2004 la Banca ha emesso 3 000 azioni a nome delle banche centrali di ciascuno dei seguenti paesi: Algeria, Cile, Filippine, Indonesia, Israele e Nuova Zelanda. Le banche centrali azioniste della BRI sono così aumentate a 56 (31 marzo 2003: 50).

Il numero di azioni aventi diritto al dividendo è:

	2004	2003
Azioni emesse	547 125	529 125
Meno: azioni proprie		
Riacquisto di azioni nell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2001	(74 952)	(74 952)
Altre	(2 100)	(2 100)
<b>Azioni in essere aventi diritto al dividendo</b>	<b>470 073</b>	<b>452 073</b>
di cui:		
con diritto al dividendo integrale	452 073	452 073
azioni di nuova emissione con diritto al dividendo <i>pro rata temporis</i> in base alla data di valuta della sottoscrizione	18 000	-

## 15. Riacquisto di azioni

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 detenute da azionisti privati (ossia, non banche centrali) per le quali le banche centrali americana, belga e francese esercitano il diritto di voto. La relativa indennità è stata corrisposta nella misura di 16 000 franchi svizzeri per azione. Al tempo stesso, la Banca ha riscattato 2 304 azioni

di queste tre emissioni detenute da altre banche centrali. La BRI detiene queste azioni nel proprio portafoglio e le redistribuirà a tempo debito alle banche centrali azioniste secondo le modalità che riterrà appropriate.

Tre ex azionisti privati hanno espresso insoddisfazione riguardo all'importo dell'indennità loro corrisposta dalla Banca in connessione con il riscatto obbligatorio dei titoli azionari; essi hanno intentato azioni dinanzi al Tribunale arbitrale dell'Aia, conclusesi con la sentenza arbitrale pronunciata dal suddetto Tribunale il 19 settembre 2003, che ha stabilito il pagamento di un'indennità aggiuntiva di CHF 7 977,56 per azione. La Banca ha applicato la sentenza a tutti gli ex azionisti, sicché il costo complessivo del riacquisto delle 74 952 azioni è aumentato di DSP 153,8 milioni, ripartiti nella misura seguente:

<i>in milioni di DSP</i>	2004
A valere sul conto Azioni proprie:	
indennità aggiuntiva eccedente l'accantonamento	113,5
A valere sul Conto profitti e perdite:	
interessi aggiuntivi maturati eccedenti l'accantonamento	32,9
Perdita da conversioni valutarie	7,4
<b>Totale</b>	<b>153,8</b>

## 16. Utile unitario

	2004	2003
Utile netto per l'esercizio finanziario (in milioni di DSP)	536,1	592,8
Numero medio ponderato di azioni aventi diritto al dividendo	462 114	452 073
<b>Utile unitario - (DSP per azione)</b>	<b>1 160</b>	<b>1 311</b>

Il dividendo proposto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2004 è pari a DSP 225 per azione (2003: CHF 400, equivalenti a DSP 214,8).

## 17. Obbligazioni del sistema pensionistico

### A. Pensioni dei membri del Consiglio di amministrazione

La Banca gestisce un fondo non finanziato di pensione a prestazione definita per i membri del suo Consiglio di amministrazione, la cui fruizione è subordinata a un periodo minimo di servizio di quattro anni. Le movimentazioni di tale conto nel corso dell'esercizio sotto rassegna sono state le seguenti:

<i>in milioni di DSP</i>	2004	2003
Passivo iniziale	4,0	3,6
Contributi pagati	(0,3)	(0,2)
Imputazione al Conto profitti e perdite	0,4	0,3
Differenze di cambio	(0,1)	0,3
<b>Passivo finale - si veda la Nota 13</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>

## B. Pensioni dei membri del personale

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 fondo pensionistico. Il fondo viene valutato con cadenza annuale da attuari indipendenti; l'ultima valutazione risale al 30 settembre 2003.

<i>in milioni di DSP</i>	2004	2003
Valore attuale delle obbligazioni capitalizzate	527,8	511,3
Valore di mercato delle attività del fondo	(525,4)	(480,9)
	2,4	30,4
Perdite/(utili) attuariali non imputate/(i)	(2,4)	(30,4)
<b>Passività</b>	-	-

La movimentazione del conto nell'esercizio finanziario è stata la seguente:

<i>in milioni di DSP</i>	2004	2003
Situazione iniziale (attività)/passività	-	-
Contributi pagati	(14,5)	(30,1)
Imputazione al Conto profitti e perdite	14,5	30,1
<b>Situazione finale (attività)/passività</b>	-	-

Le principali ipotesi attuariali usate per i suddetti calcoli sono state:

	2004	2003
Tasso di sconto – tasso di mercato di obbligazioni societarie svizzere di prima qualità	3,5%	3,5%
Rendimento atteso sulle attività del sistema	5,0%	5,0%

## 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 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 utilizzate per il sistema pensionistico, ad eccezione di un'ipotesi addizionale che postula un tasso di inflazione annuo del 5% per i costi dell'assistenza sanitaria.

Le variazioni dei conti nell'esercizio finanziario sono state le seguenti:

<i>in milioni di DSP</i>	2004	2003
Passivo iniziale	97,1	81,6
Contributi pagati	(1,2)	(3,4)
Imputazione al Conto profitti e perdite	16,4	8,6
Differenze di cambio	(1,1)	10,3
<b>Passivo finale – si veda la Nota 13</b>	<b>111,2</b>	97,1
Perdita attuariale non riconosciuta	18,1	22,9
Valore attuale delle obbligazioni	129,3	120,0

## 18. Reddito da interessi

<i>in milioni di DSP</i>	2004	2003
<b>Interessi sulle attività del portafoglio di investimento</b>		
Titoli acquistati pronti contro termine	9,9	17,8
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	25,4	29,1
Titoli di Stato e altri titoli	269,8	317,9
	<b>305,1</b>	<b>364,8</b>
<b>Interessi sulle attività bancarie</b>		
Buoni del Tesoro	233,4	217,5
Titoli acquistati pronti contro termine	104,3	103,5
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	1 106,7	1 567,1
Titoli di Stato e altri titoli	721,6	838,0
	<b>2 166,0</b>	<b>2 726,1</b>
<b>Interessi su strumenti finanziari derivati</b>	<b>1 022,3</b>	1 043,8
<b>Altri interessi</b>	<b>0,5</b>	0,5
<b>Totale reddito da interessi</b>	<b>3 493,9</b>	4 135,2

## 19. Oneri da interessi

<i>in milioni di DSP</i>	2004	2003
Interessi sui depositi in oro	7,0	11,3
Interessi sui depositi in valute	2 665,7	3 201,7
Interessi sui titoli ceduti pronti contro termine	8,4	15,9
<b>Totale oneri da interessi</b>	<b>2 681,1</b>	3 228,9

## 20. Rettifiche nette di valutazione

<i>in milioni di DSP</i>	2004	2003
Rettifiche di valutazione non realizzate su attività finanziarie bancarie	(98,9)	439,5
Plus/minusvalenze realizzate su attività finanziarie bancarie	32,1	31,7
Rettifiche di valutazione non realizzate su passività finanziarie	583,8	(1 341,8)
Plus/minusvalenze realizzate su passività finanziarie	(327,1)	(418,5)
Rettifiche di valutazione su strumenti finanziari derivati	(448,6)	974,8
<b>Rettifiche nette di valutazione</b>	<b>(258,7)</b>	<b>(314,3)</b>

## 21. Reddito netto da commissioni e provvigioni

<i>in milioni di DSP</i>	2004	2003
Proventi per commissioni e provvigioni	5,8	6,0
Oneri per commissioni e provvigioni	(4,4)	(4,3)
<b>Reddito netto da commissioni e provvigioni</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>

## 22. Plusvalenze valutarie nette

Le plusvalenze valutarie nette includono gli utili su transazioni e conversioni.

## 23. Spese di amministrazione

La tabella seguente analizza le spese di amministrazione della Banca in franchi svizzeri (CHF), moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese.

<i>in milioni di CHF</i>	2004	2003
<b>Consiglio di amministrazione</b>		
Compensi ai membri del Consiglio	1,6	1,5
Pensioni	0,6	0,6
Trasferte, riunioni esterne del Consiglio e altre spese	1,5	1,3
	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>
<b>Direzione e personale</b>		
Stipendi	96,1	96,3
Pensioni	30,2	62,9
Altre spese relative al personale	44,4	22,9
	<b>170,7</b>	<b>182,1</b>
<b>Funzionamento degli uffici e altre spese</b>	<b>62,1</b>	<b>62,0</b>
<b>Spese di amministrazione in milioni di CHF</b>	<b>236,5</b>	<b>247,5</b>
<b>Spese di amministrazione in milioni di DSP</b>	<b>125,6</b>	<b>127,6</b>
Ammortamenti in milioni di DSP	16,9	14,7
<b>Spese di amministrazione in milioni di DSP</b>	<b>142,5</b>	<b>142,3</b>

Le spese a titolo di pensioni per l'anno finanziario 2003 comprendevano un contributo straordinario di CHF 33,9 milioni al fondo pensione del personale della BRI. Le "Altre spese relative al personale" sono aumentate nell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2004 soprattutto in conseguenza di un incremento delle spese a titolo di malattia e infortunio, riportate in DSP alla Nota 17.

Durante l'esercizio sotto rassegna il numero medio di impiegati in posizione full-time era di 509 unità (2003: 493).

## 24. Plusvalenze nette su vendite di titoli del portafoglio di investimento

<i>in milioni di DSP</i>	2004	2003
Plusvalenze lorde realizzate	172,5	153,8
Minusvalenze lorde realizzate	(18,1)	(6,8)
<b>Plusvalenze nette su vendite di titoli del portafoglio di investimento</b>	<b>154,4</b>	<b>147,0</b>

## 25. Imposte e tasse

Lo status giuridico della Banca in Svizzera è stabilito nell'Accordo di sede con il Consiglio federale svizzero. Ai sensi di tale accordo, la Banca è esentata dal pagamento della quasi totalità delle imposte dirette e indirette a livello sia federale che locale sul territorio elvetico.

Accordi analoghi sono stati conclusi con il governo della Repubblica popolare cinese per l'Ufficio asiatico di Hong Kong SAR e con il governo del Messico per l'Ufficio delle Americhe.

## 26. Tassi di cambio

La tabella seguente riporta i tassi e i prezzi principali usati per la conversione in DSP dei conti in valute e in oro:

	Tasso a pronti al 31 marzo		Tasso medio per l'anno finanziario chiuso nel	
	2004	2003	2004	2003
USD	0,675	0,728	0,700	0,755
EUR	0,827	0,793	0,821	0,749
JPY	0,00649	0,00613	0,00620	0,00620
GBP	1,239	1,150	1,183	1,167
CHF	0,530	0,537	0,531	0,511
Oro	286,5	244,1	263,8	245,4

## 27. Partite fuori bilancio

Le operazioni fiduciarie sono effettuate autonomamente dalla BRI a proprio nome, ma per conto e a rischio della clientela, ossia senza diritto di rivalsa verso la Banca. Esse non figurano in bilancio e comprendono:

<i>in milioni di DSP</i>	2004	2003
Valore nominale dei titoli detenuti a fronte di:		
contratti di custodia	9 153,5	8 309,6
contratti di pegno	2 346,2	3 556,4
mandati di gestione di portafoglio	2 903,3	2 158,9
<b>Totale</b>	<b>14 403,0</b>	<b>14 024,9</b>

Gli strumenti finanziari detenuti a fronte degli accordi di cui sopra sono custoditi presso depositari esterni (banche centrali o istituzioni commerciali).

## 28. Impegni

La Banca fornisce alle banche centrali e istituzioni internazionali sue clienti aperture di credito "standby" irrevocabili. Al 31 marzo 2004 gli impegni di questo tipo in essere erano pari a DSP 2 867,2 milioni (31 marzo 2003: DSP 2 780,5 milioni), di cui DSP 118,2 milioni non assistiti da garanzia (31 marzo 2003: DSP 150,0 milioni).

## 29. Soggetti collegati

Attualmente, la Banca definisce come soggetti collegati i membri del Consiglio di amministrazione e i Dirigenti della BRI membri del Comitato esecutivo.

La Banca offre a tutti i membri del personale e del Consiglio di amministrazione conti personali di deposito fruttiferi, il cui tasso di interesse è fissato dal Presidente della BRI. Al 31 marzo 2004 il saldo dei conti accessi a nome dei membri del Consiglio di amministrazione e della Direzione ammontava a DSP 7,4 milioni (31 marzo 2003: DSP 7,5 milioni).

## 30. Mezzi propri e gestione dei rischi

### A. Rischi cui è esposta la Banca

Nelle sue transazioni in strumenti finanziari la BRI è esposta ad alcuni rischi, e in particolare:

*Rischio di credito:* il rischio di una perdita finanziaria derivante dall'inadempienza di una controparte nell'assolvere le proprie obbligazioni debitorie entro i termini prefissati. Si tratta del rischio più importante in cui incorre la Banca.

*Rischio di mercato:* il rischio di una variazione sfavorevole nel valore complessivo delle attività e passività dovuta a movimenti avversi in variabili di mercato quali i tassi di interesse, i tassi di cambio e il prezzo dell'oro.

*Rischio di liquidità:* il rischio derivante dall'incapacità di regolare le proprie obbligazioni alla scadenza senza incorrere in perdite inaccettabili.

*Rischio operativo:* il rischio di perdite finanziarie e/o danni alla reputazione della Banca derivanti da carenze o

disfunzioni a livello di procedure, personale e sistemi interni, oppure da eventi esogeni.

### B. Modalità di gestione dei rischi adottate dalla Banca

#### Struttura organizzativa

La gestione della BRI mira ad assicurare la fornitura di servizi alla comunità di banche centrali, conseguendo al tempo stesso rendimenti tali da mantenere la propria solidità patrimoniale. Attività e passività sono suddivise in due distinti portafogli:

*depositi in oro e valute principalmente da banche centrali e istituzioni internazionali, nonché attività bancarie e strumenti derivati collegati.*

Su queste poste la Banca assume limitati rischi in termini di tasso di interesse, prezzo dell'oro e oscillazioni valutarie; *attività, passività e strumenti derivati relativi all'investimento del capitale della Banca.*

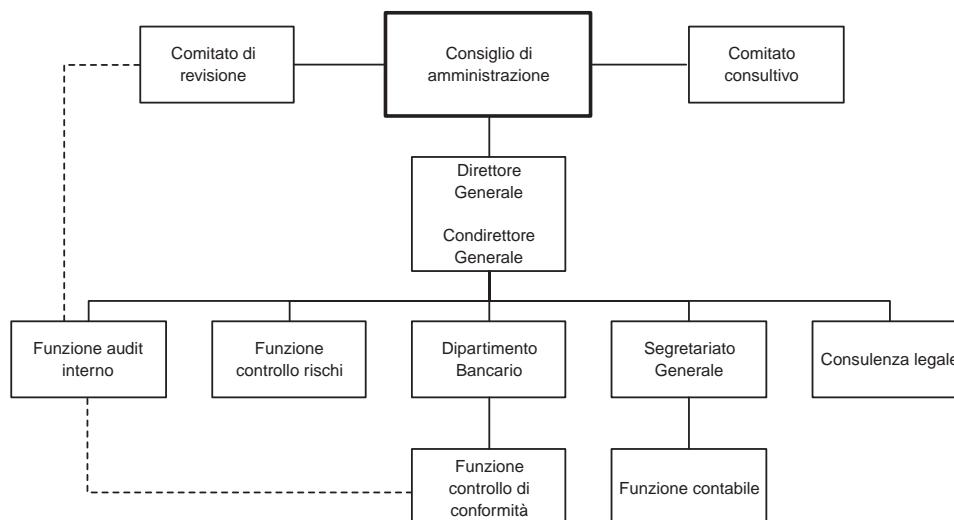
La maggior parte del capitale della Banca è investita in strumenti finanziari denominati nelle valute componenti il DSP, gestiti facendo riferimento a un benchmark obbligazionario con un obiettivo prefissato di durata finanziaria. La parte restante è detenuta in oro.

Per la gestione del rischio la Banca si avvale di una struttura che prevede una funzione indipendente di controllo dei rischi e la regolare notifica delle relative esposizioni ad appropriati comitati di gestione. Le metodologie e le politiche di rischio della Banca sono documentate in un apposito manuale dettagliato, che viene rivisto periodicamente. Anche i limiti di credito accordati alle varie controparti sono riportati in un fascicolo separato; ogni modifica di tali limiti è soggetta all'approvazione dei dirigenti preposti.

A potenziare il controllo dei rischi intervengono le funzioni contabile, giuridica e di controllo di conformità delle operazioni bancarie. Ruolo della funzione contabile è quello di redigere gli schemi di bilancio della Banca e di controllare il processo di spesa attraverso la predisposizione e il monitoraggio del budget annuale. La funzione giuridica fornisce consulenza e assistenza legale su un'ampia gamma di questioni relative alle attività della Banca. La funzione di controllo di conformità delle operazioni bancarie assicura l'osservanza del Codice di condotta, delle regole che disciplinano l'operatività bancaria della BRI, della normativa vigente e delle prassi ottimali di mercato nell'espletamento dell'attività del Dipartimento Bancario, nonché da parte degli addetti allo stesso Dipartimento Bancario e al Controllo rischi.

La funzione di audit interno verifica le procedure di controllo della Banca e riferisce sulla loro conformità agli standard interni e alle prassi ottimali di settore. Fra i compiti dell'Audit interno figurano la revisione delle procedure di gestione del rischio, dei sistemi di controllo interni e di quelli informativi, nonché delle prassi di governo societario.

Il Condirettore Generale è responsabile delle funzioni controllo rischi e audit interno; quest'ultima funzione riferisce anche al Comitato di revisione. Il diagramma seguente illustra l'organizzazione gerarchica di queste fondamentali funzioni di controllo della Banca:



### C. Metodologie applicate al rischio

La BRI impiega una vasta gamma di metodologie quantitative al fine di valutare gli strumenti finanziari e misurare il rischio per l'utile netto e il capitale della Banca. Essa rivede tali metodologie alla luce dei cambiamenti nel contesto operativo e dell'evoluzione delle prassi ottimali.

Una delle principali metodologie quantitative di rischio usate dalla Banca è quella basata sul capitale economico. Il capitale economico è una misura intesa a stimare l'ammontare di mezzi propri necessario ad assorbire le perdite potenziali derivanti dalle esposizioni a una certa data, con un livello di confidenza statistica dettato dall'obiettivo della Banca di preservare la massima affidabilità creditizia. Le segnalazioni interne e i limiti di affidamento della BRI sono sovente espressi in termini di utilizzo del capitale economico. Questo parametro viene calcolato con riferimento ai rischi di credito, di mercato e operativo.

Per calcolare il capitale economico a fronte del rischio di credito, la BRI usa un proprio modello di VaR ("valore a rischio") del portafoglio di attività, che si basa sulla valutazione condotta dalla Banca delle:

- probabilità di inadempienza delle singole controparti;
- correlazioni fra le perdite associate a singole controparti;
- perdite che subirebbe la Banca in caso di inadempienza della controparte.

La Banca si avvale di una metodologia basata sul VaR anche per il calcolo del capitale economico a fronte del rischio di mercato (si veda la sezione I seguente per una descrizione più dettagliata).

Per ciò che concerne il rischio operativo, il computo del capitale economico si fonda su un modello che tiene conto sia delle perdite operative passate in cui è incorsa la Banca sia di esperienze analoghe fatte all'esterno.

Nella determinazione del capitale economico a fronte dei rischi di credito, di mercato e operativo la Banca impiega come assunti di base un orizzonte temporale di un anno e un livello di confidenza del 99,995%.

### D. Adeguatezza patrimoniale

La Banca mantiene una solidissima posizione patrimoniale, misurata secondo il modello basato sul capitale economico e sullo schema proposto nell'Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali del luglio 1988. La tabella seguente illustra la situazione patrimoniale della Banca al 31 marzo 2004.

<i>in milioni di DSP</i>	<b>2004</b>
Capitale azionario	683,9
Riserve statutarie	8 230,8
Meno: azioni proprie	(852,6)
<b>Patrimonio di base</b>	<b>8 062,1</b>
Conto profitti e perdite	536,1
Altri conti di capitale	1 011,8
<b>Capitale totale</b>	<b>9 610,0</b>

I coefficienti dell'Accordo di Basilea misurano l'adeguatezza patrimoniale raffrontando il patrimonio idoneo della Banca con le sue attività ponderate per il rischio. Queste ultime sono ottenute applicando una serie di ponderazioni alle attività e agli strumenti derivati, conformemente a quanto stabilito nell'Accordo. I coefficienti patrimoniali della Banca sono alti in ragione dell'incidenza del debito sovrano (che ha una ponderazione di rischio nulla) sul totale dell'attivo. Al 31 marzo 2004 il quoziente del patrimonio di base della Banca era pari al 34,7%.

### E. Rischio di credito

Il rischio di credito comprende:

*rischio di insolvenza*: rischio che una controparte non adempia le proprie obbligazioni secondo i termini contrattuali pattuiti. Esso riguarda le attività finanziarie e gli strumenti derivati, nonché le linee di credito irrevocabili accordate dalla Banca a banche centrali e istituzioni internazionali;

*rischio di regolamento*: rischio di mancato regolamento o mancata compensazione di transazioni finanziarie in cui lo scambio di contanti, titoli o altre attività non è simultaneo;

*rischio di trasferimento valutario*: rischio che una controparte non sia in grado di far fronte alle proprie obbligazioni in valuta a causa di restrizioni nell'accesso alla moneta in questione.

#### **F. Rischio di insolvenza**

La Banca controlla il rischio di insolvenza a livello sia di controparte sia di portafoglio. Le esposizioni creditorie sono vincolate da una serie di limiti di fido riferiti tanto alle singole controparti quanto ai paesi a rischio. La BRI effettua analisi indipendenti e dettagliate al riguardo, che conducono all'assegnazione di rating interni dell'affidabilità creditizia della clientela. Sulla base di questi rating vengono fissati i limiti di fido.

Il rischio di insolvenza sul portafoglio titoli della BRI è limitato dall'elevata liquidità di gran parte dei suoi attivi. Qualora la direzione della Banca reputi che il rischio di insolvenza associato a una determinata controparte abbia raggiunto livelli inaccettabili, i titoli vengono venduti. Sugli strumenti derivati over-the-counter (OTC) tale rischio è attenuato dall'impiego di accordi di gestione delle garanzie collaterali.

Le tabelle seguenti mostrano l'esposizione creditoria della BRI al 31 marzo 2004, in base al settore e al rating creditizio.

Settore di rischio	%
Soggetti sovrani	29,0
Istituzioni finanziarie	65,0
Altri	6,0
	100,0

Rating creditizio interno (espresso come rating equivalente a lungo termine)	%
AAA	25,1
AA	54,9
A	19,6
BBB+ e inferiore (inclusi gli strumenti senza rating)	0,4
	100,0

#### **G. Rischio di regolamento**

La Banca minimizza il rischio di regolamento:

- rivolgendosi ad affermate strutture di compensazione;
- regolando ove possibile le transazioni solo quando entrambe le controparti hanno assolto le proprie obbligazioni (principio "consegna contro pagamento");
- richiedendo ove possibile il regolamento differenziale dei pagamenti relativi a strumenti finanziari derivati;
- ricorrendo a banche corrispondenti in grado di bloccare i pagamenti per contanti con breve preavviso;
- misurando e limitando il rischio per ciascuna controparte.

#### **H. Rischio di trasferimento valutario**

La Banca misura il rischio di trasferimento valutario per ogni singolo paese, fissandone i relativi limiti.

#### **I. Rischio di mercato**

Le principali componenti del rischio di mercato per la BRI sono quelle derivanti dalle oscillazioni del prezzo dell'oro, dei cambi e dei tassi di interesse. La Banca incorre nel rischio di mercato soprattutto attraverso le poste attive collegate alla gestione patrimoniale. Per la misurazione di tale rischio essa si avvale della metodologia VaR e del calcolo della sensibilità a taluni fattori di rischio di mercato. Il VaR esprime la stima statistica della perdita massima potenziale sul portafoglio corrente, ipotizzando un determinato orizzonte temporale e uno specifico livello di confidenza.

Il capitale economico a fronte del rischio di mercato viene misurato e gestito su base aggregata per l'insieme delle componenti di tale rischio. La Direzione limita l'utilizzo del capitale economico della Banca a fronte del rischio di mercato.

Ancorché elaborati in un'ottica prospettica, tutti i modelli di VaR si basano su eventi passati e dipendono dalla qualità dei dati di mercato disponibili. Essi vengono pertanto integrati da un più ampio sistema di limiti e di requisiti di segnalazione, comprese specifiche simulazioni di stress e una rigorosa verifica delle maggiori esposizioni al rischio di mercato.

#### **J. Rischio di oscillazione del prezzo dell'oro**

Il rischio di oscillazione del prezzo dell'oro è rappresentato dal potenziale impatto sul valore di mercato delle attività e passività derivante da variazioni nelle quotazioni del metallo. L'esposizione della Banca a tale rischio riguarda principalmente le disponibilità proprie in oro, ammontanti a 192 tonnellate di fino. Queste sono detenute in custodia o depositate presso banche commerciali. Al 31 marzo 2004 circa il 18% del capitale era costituito da disponibilità in oro (31 marzo 2003: 17%). In misura limitata, la BRI è altresì esposta a tale rischio nelle sue attività bancarie con banche centrali e commerciali. Il rischio di oscillazione del prezzo dell'oro viene misurato nell'ambito dello schema del capitale economico a fronte del rischio aggregato di mercato.

#### **K. Rischio di cambio**

Il rischio di cambio rappresenta il potenziale impatto sul valore di mercato delle attività e passività derivante da oscillazioni dei tassi di cambio rispetto al DSP. La Banca è esposta a tale rischio soprattutto attraverso le poste attive collegate alla gestione patrimoniale, ma anche nell'amministrazione dei depositi della clientela e nell'esercizio delle sue funzioni di intermediario nelle transazioni valutarie tra banche centrali e commerciali. L'esposizione al rischio viene ridotta bilanciando periodicamente le attività destinate alla gestione patrimoniale per assicurarne la corrispondenza con le valute componenti il DSP, nonché limitando scrupolosamente le esposizioni a fronte di depositi della clientela e dell'attività di intermediazione valutaria.

La tabella seguente riporta le posizioni in cambi della Banca al 31 marzo 2004, al netto degli aggiustamenti per le disponibilità proprie in oro. Le posizioni risultano essenzialmente dal riacquisto di azioni della BRI durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2001 (si veda la Nota 15).

<i>Attività nette</i> <i>in milioni di DSP</i>	<b>2004</b>
Franco svizzero	(655,6)
Dollaro USA	297,9
Euro	111,3
Yen giapponese	130,9
Sterlina inglese	57,7
Corona svedese	54,3
Altre valute	3,5

#### **L. Rischio di tasso di interesse**

Il rischio di tasso di interesse rappresenta il potenziale impatto sul valore di mercato delle attività e passività derivante da oscillazioni dei tassi di interesse. La Banca è esposta a questo rischio principalmente tramite le attività fruttifere collegate alla gestione patrimoniale. Tali attività sono amministrare facendo riferimento a un benchmark obbligazionario con un obiettivo prefissato di durata finanziaria. In misura limitata, la Banca è altresì esposta al rischio di tasso di interesse nelle attività di raccolta e di reinvestimento dei depositi della clientela.

La BRI effettua uno stretto monitoraggio del rischio di tasso di interesse, considerando anche la sensibilità dei valori di mercato alle oscillazioni dei tassi. Tale rischio viene ridotto per mezzo di limiti basati su capitale economico, VaR e simulazioni di stress.

#### **M. Rischio di liquidità**

A determinare la dimensione del bilancio della Banca concorrono in primo luogo i movimenti netti dei depositi in oro e in valute da banche centrali e istituzioni internazionali. La BRI si è impegnata a riacquistare al valore di mercato taluni dei suoi strumenti di deposito in valuta con preavviso di uno o due giorni. La gestione della Banca è volta a preservare un elevato grado di liquidità in modo da assicurare la propria capacità di far fronte in ogni momento alle richieste della clientela.

Per gestire la liquidità la BRI ha elaborato uno schema basato su un modello statistico che si avvale di ipotesi improntate a criteri di prudenza riguardo ai flussi in entrata e alla liquidità del passivo. In tale contesto, il Consiglio ha fissato una soglia per l'indice di liquidità, secondo cui le attività liquide devono quantomeno essere pari al 100% delle potenziali esigenze di liquidità della Banca. Vengono inoltre effettuate simulazioni di stress in base a ipotesi estreme di prelievo dai depositi, che si spingono decisamente al di là delle potenziali esigenze stimate di liquidità. Le simulazioni definiscono requisiti di liquidità aggiuntivi, che devono anch'essi essere soddisfatti mediante la detenzione di attività liquide. La liquidità della Banca è stata sempre considerevolmente al di sopra dell'indice minimo richiesto.

Le tabelle seguenti (comprendenti gli strumenti derivati su base netta) mostrano le attività e passività ai valori di bilancio, classificate per scadenza contrattuale.



<b>Al 31 marzo 2004</b>	Fino a 1 mese	Da 1 a 3 mesi	Da 4 a 6 mesi	Da 6 a 9 mesi	Da 9 a 12 mesi	Da 1 a 5 anni	Oltre 5 anni	Scadenza non definita	Totale
<i>in milioni di DSP</i>									
<b>Attivo</b>									
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	18,9	-	-	-	-	-	-	-	18,9
Oro e depositi in oro	247,5	315,8	603,0	514,2	532,2	1 397,2	-	5 463,9	9 073,8
Buoni del Tesoro	5 903,4	15 450,9	6 615,6	908,9	1 361,9	-	-	-	30 240,7
Titoli acquistati pronti contro termine	21 771,1	64,1	-	-	-	-	-	-	21 835,2
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	31 589,7	16 640,8	15 138,2	3 814,4	979,3	-	-	-	68 162,4
Titoli di Stato e altri titoli	1 785,5	2 948,1	3 085,9	2 164,1	1 533,6	17 661,3	4 304,6	-	33 483,1
Partite in corso di ricezione	1 602,2	-	-	-	-	3,9	-	3,5	1 609,6
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	-	-	-	-	-	-	-	190,0	190,0
<b>Totale</b>	<b>62 918,3</b>	<b>35 419,7</b>	<b>25 442,7</b>	<b>7 401,6</b>	<b>4 407,0</b>	<b>19 062,4</b>	<b>4 304,6</b>	<b>5 657,4</b>	<b>164 613,7</b>
<b>Passivo</b>									
Depositi in valute									
Depositi rimborsabili con preavviso di 1-2 giorni									
	(4 798,2)	(12 072,9)	(14 572,6)	(5 828,5)	(4 015,2)	(31 727,3)	(3 396,6)	-	(76 411,3)
Altri depositi in valute	(42 269,9)	(7 438,1)	(6 374,4)	(560,3)	(98,3)	(0,2)	-	-	(56 741,2)
Depositi in oro	(5 625,0)	(250,5)	(510,1)	(347,5)	(291,7)	(268,7)	-	-	(7 293,5)
Titoli ceduti pronti contro termine	(1 161,2)	(64,1)	-	-	-	-	-	-	(1 225,3)
Partite in corso di pagamento	(12 169,4)	-	-	-	-	-	-	-	(12 169,4)
Partite varie	(26,6)	-	-	-	-	-	-	(117,8)	(144,4)
<b>Totale</b>	<b>(66 050,3)</b>	<b>(19 825,6)</b>	<b>(21 457,1)</b>	<b>(6 736,3)</b>	<b>(4 405,2)</b>	<b>(31 996,2)</b>	<b>(3 396,6)</b>	<b>(117,8)</b>	<b>(153 985,1)</b>
Strumenti finanziari derivati su base netta	(102,9)	(485,8)	(144,6)	3,2	(100,4)	(109,8)	(78,3)	-	(1 018,6)
<b>Sbilancio in termini di scadenze</b>	<b>(3 234,9)</b>	<b>15 108,3</b>	<b>3 841,0</b>	<b>668,5</b>	<b>(98,6)</b>	<b>(13 043,6)</b>	<b>829,7</b>	<b>5 539,6</b>	<b>9 610,0</b>

Al 31 marzo 2003	Fino a 1 mese	Da 1 a 3 mesi	Da 4 a 6 mesi	Da 6 a 9 mesi	Da 9 a 12 mesi	Da 1 a 5 anni	Oltre 5 anni	Scadenza non definita	Totale
<i>in milioni di DSP</i>									
<b>Attivo</b>									
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	4 300,7	-	-	-	-	-	-	-	4 300,7
Oro e depositi in oro	317,8	330,8	480,7	273,9	289,4	1 315,2	-	4 534,1	7 541,9
Buoni del Tesoro	4 031,4	10 324,1	5 410,0	345,6	613,4	-	-	-	20 724,5
Titoli acquistati pronti contro termine	12 255,0	-	-	-	-	-	-	-	12 255,0
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	17 174,8	16 553,4	14 615,0	7 071,4	3 281,9	31,7	-	-	58 728,2
Titoli di Stato e altri titoli	2 193,7	4 476,8	2 174,8	3 179,2	4 836,7	17 311,4	4 560,0	-	38 732,6
Partite in corso di ricezione	3 164,8	-	-	-	-	4,4	-	4,7	3 173,9
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	-	-	-	-	-	-	-	196,4	196,4
<b>Totale</b>	<b>43 438,2</b>	<b>31 685,1</b>	<b>22 680,5</b>	<b>10 870,1</b>	<b>9 021,4</b>	<b>18 662,7</b>	<b>4 560,0</b>	<b>4 735,2</b>	<b>145 653,2</b>
<b>Passivo</b>									
Depositi in valute									
Depositi rimborsabili con preavviso di 1-2 giorni	(5 972,5)	(8 427,6)	(8 054,3)	(6 984,9)	(6 420,8)	(35 809,2)	(1 756,9)	-	(73 426,2)
Altri depositi in valute	(30 886,4)	(8 174,8)	(7 073,0)	(1 118,3)	(1 402,7)	(437,6)	-	-	(49 092,8)
Depositi in oro	(4 802,8)	(291,0)	(321,8)	(153,0)	(242,4)	(211,6)	-	-	(6 022,6)
Titoli ceduti pronti contro termine	(73,2)	-	-	-	-	-	-	-	(73,2)
Partite in corso di pagamento	(8 242,3)	-	-	-	-	-	-	-	(8 242,3)
Partite varie	(288,9)	-	-	(207,0)	-	-	-	(103,4)	(599,3)
<b>Totale</b>	<b>(50 266,1)</b>	<b>(16 893,4)</b>	<b>(15 449,1)</b>	<b>(8 463,2)</b>	<b>(8 065,9)</b>	<b>(36 458,4)</b>	<b>(1 756,9)</b>	<b>(103,4)</b>	<b>(137 456,4)</b>
Strumenti finanziari derivati su base netta	10,3	116,6	(80,3)	(114,4)	(35,1)	1 061,6	(226,7)	-	732,0
<b>Sbilancio in termini di scadenze</b>	<b>(6 817,6)</b>	<b>14 908,3</b>	<b>7 151,1</b>	<b>2 292,5</b>	<b>920,4</b>	<b>(16 734,1)</b>	<b>2 576,4</b>	<b>4 631,8</b>	<b>8 928,8</b>

#### **N. Rischio operativo**

Con rischio operativo si intende il rischio di perdite finanziarie e/o di danni alla reputazione della Banca derivanti da carenze o disfunzioni a livello di:

- processi (politiche o procedure interne inadeguate, lacunose o inadatte, ovvero non appropriatamente recepite, implementate, seguite o applicate);
- personale (ad esempio, staff insufficiente o privo delle conoscenze richieste, formazione carente, controlli inadeguati, perdita di personale collocato in posizioni chiave, mancanza di integrità o di standard deontologici);
- sistemi (hardware, software, infrastrutture o sistemi operativi congegnati in maniera inappropriata, ovvero inadatti, inadeguati, indisponibili, inaffidabili o non operanti come previsto);

- eventi esterni (il verificarsi di un evento che si ripercuote negativamente sulla Banca e che questa non è in grado di controllare).

Gli eventi di rischio possono tradursi in una perdita finanziaria e/o in danni alla reputazione della Banca. Essi hanno origine da una o più concause quali, ad esempio, frode, amministrazione delle informazioni, rapporti di impiego e cultura aziendale, sicurezza, gestione ed esecuzione dei processi, rapporti con i terzi e tecnologia.

La Banca gestisce il rischio operativo attraverso un sistema di controlli interni, che ricomprende politiche, procedure, prassi e strutture organizzative volte a fornire ragionevoli assicurazioni che gli eventi di rischio vengano evitati o quantomeno individuati il più precocemente possibile e, in quest'ultimo caso, che le loro ricadute siano attenuate. Il capitale economico allocato a fronte del rischio operativo viene calcolato in base a un modello statistico.

### 31. Impatto delle modifiche contabili

#### A. Ridenominazione del capitale azionario

La sostituzione del franco oro con il DSP come unità di conto della Banca a decorrere dal 1° aprile 2003 ha richiesto la conversione in DSP degli ammontari in franchi oro in cui era precedentemente denominato il capitale azionario della BRI. L'Assemblea generale straordinaria della Banca tenutasi il 10 marzo 2003 ha stabilito di arrotondare per difetto il valore nominale delle azioni a DSP 5 000, rispetto all'ammontare risultante dalla conversione aritmetica (DSP 5 696 al 31 marzo 2003). Ciò ha determinato una riduzione del 12,2% nel capitale azionario della Banca al 31 marzo 2003, a seguito della quale l'eccedenza di DSP 92,1 milioni è stata trasferita dal capitale azionario ai fondi

di riserva. Tale modifica non ha avuto conseguenze sul patrimonio dell'Istituto. Gli aggiustamenti riferiti al capitale azionario sono riportati nella successiva sezione C.

#### B. Conversione e rettifiche delle situazioni contabili della Banca

La tabella che segue riporta la conversione in DSP delle cifre risultanti dal bilancio al 31 marzo 2003 pubblicato e certificato dai Revisori contabili, nonché le rettifiche conseguenti alle nuove prassi contabili. Gli importi delle situazioni contabili al 31 marzo 2003 sono espressi dopo la ripartizione dell'utile netto di esercizio e comprendono il trasferimento di FO 1 639,4 milioni alle riserve statutarie della Banca effettuato l'anno precedente e approvato dall'Assemblea generale ordinaria (AGO) del 2003.

Colonna/note	Stato patrimoniale	Conversione in DSP	Rivalutazioni	Riclassificazioni	Aggiustamenti per la data contabile	Stato patrimoniale
	<i>in milioni di FO</i>					<i>in milioni di DSP</i>
	1	2	3	4	5	6
<b>Attivo</b>						
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	3 041,5	4 300,7	-	-	-	4 300,7
Oro e depositi in oro	3 299,6	4 665,6	2 876,3	-	-	7 541,9
Buoni del Tesoro	14 027,3	19 834,6	0,5	-	889,4	20 724,5
Titoli acquistati pronti contro termine	5 302,2	7 497,3	-	-	4 757,7	12 255,0
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	40 209,1	56 855,6	48,4	-	1 824,2	58 728,2
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
Partite in corso di ricezione	21,7	30,7	-	-	3 143,2	3 173,9
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	138,9	196,4	-	-	-	196,4
<b>Totale attivo</b>	<b>92 831,3</b>	<b>131 263,3</b>	<b>7 628,8</b>	<b>-</b>	<b>10 727,2</b>	<b>149 619,3</b>
<b>Passivo</b>						
Depositi in valute	83 759,4	118 435,6	1 596,0	-	2 487,4	122 519,0
Depositi in oro	2 638,4	3 730,7	2 291,9	-	-	6 022,6
Titoli ceduti pronti contro termine	51,8	73,2	-	-	-	73,2
Strumenti finanziari derivati	-	-	3 234,1	-	-	3 234,1
Partite in corso di pagamento	-	-	-	-	8 242,3	8 242,3
Altre passività	960,6	1 358,4	(759,5)	-	-	598,9
<b>Totale passivo</b>	<b>87 410,2</b>	<b>123 597,9</b>	<b>6 362,5</b>	<b>-</b>	<b>10 729,7</b>	<b>140 690,1</b>
<b>Capitale azionario</b>						
Azioni	330,7	467,6	285,9	(92,1)	-	661,4
Riserve statutarie	4 947,2	6 995,3	577,2	(49,8)	-	7 522,7
Conto profitti e perdite	362,0	511,9	66,0	-	(2,5)	575,4
Azioni proprie	(522,7)	(739,1)	-	-	-	(739,1)
Altri conti di capitale	-	-	337,2	571,6	-	908,8
Rettifiche di valutazione	303,9	429,7	-	(429,7)	-	-
<b>Totale capitale azionario</b>	<b>5 421,1</b>	<b>7 665,4</b>	<b>1 266,3</b>	<b>-</b>	<b>(2,5)</b>	<b>8 929,2</b>
<b>Totale passivo e capitale azionario</b>	<b>92 831,3</b>	<b>131 263,3</b>	<b>7 628,8</b>	<b>-</b>	<b>10 727,2</b>	<b>149 619,3</b>

*Note alla sezione "Conversione e rettifiche delle situazioni contabili della Banca"*

- Le cifre riportate in questa colonna corrispondono agli importi in franchi oro del bilancio al 31 marzo 2003 così come pubblicato e certificato dai Revisori contabili, prima della ripartizione dell'utile netto di esercizio.
- Le cifre di questa colonna rappresentano la conversione degli importi da franchi oro (colonna 1) a DSP al tasso di cambio della data di chiusura dei conti: DSP 1 = FO 0,7072146 (DSP 1 = USD 1,3730456). L'utile netto di FO 362,0 milioni è l'utile netto statutario della Banca basato sulle precedenti prassi contabili. Nella tabella la cifra è convertita in DSP al tasso di cambio del 31 marzo 2003. La seguente sezione *D* mostra la conversione e la rettifica del Conto profitti e perdite della Banca.
- Gli aggiustamenti contenuti in questa colonna si riferiscono principalmente alle seguenti rivalutazioni: l'oro e i depositi in oro sono stati rivalutati dal valore in franchi oro di USD 208 per oncia di fino al valore di mercato di DSP 244,11 (USD 335,18) per oncia al 31 marzo 2003; gli strumenti finanziari in valute sono stati rivalutati dal costo storico ammortizzato al valore di mercato. Le plusvalenze non realizzate sui titoli del portafoglio di investimento sono state trasferite alla riserva di rivalutazione titoli (ricompresa in "Altri conti di capitale"); gli strumenti finanziari derivati sono stati rivalutati dal costo storico ammortizzato (computato nelle passività al valore netto) al valore lordo di mercato.

- Le cifre di questa colonna comprendono: la modifica del capitale azionario della BRI derivante dall'arrotondamento per difetto a DSP 5 000 del valore nominale delle azioni risultante dalla conversione aritmetica (DSP 5 696). L'eccedenza di DSP 92,1 milioni è stata trasferita dal capitale azionario al Fondo di riserva libero. Tale modifica non ha avuto conseguenze sul patrimonio netto della Banca; il trasferimento ai fondi di riserva del saldo del conto Rettifiche di valutazione, in seguito alla diversa prassi contabile adottata dalla Banca per le differenze da conversioni valutarie; la riclassificazione dalle riserve statutarie alla riserva di rivalutazione oro dell'eccedenza del valore di mercato delle disponibilità proprie in oro della Banca, pari a DSP 244,11 (USD 335,18) per oncia di fino, rispetto al precedente valore di USD 208 per oncia.
- Le cifre di questa colonna si riferiscono all'aggiustamento effettuato in seguito al passaggio dalla data di valuta a quella contabile nel computo dell'attivo e del passivo della Banca.
- Le cifre di questa colonna sono quelle del bilancio definitivo in DSP e corrispondono alla somma degli importi delle colonne da 2 a 5.

**C. Conversione e rettifiche delle riserve statutarie della Banca**

La tabella seguente riporta la conversione in DSP del capitale proprio della Banca figurante nel bilancio pubblicato in franchi oro al 31 marzo 2003, certificato dai revisori e approvato dall'AGO il 30 giugno 2003, nonché le rettifiche conseguenti alle nuove prassi contabili.

Colonna/note	Stato patrimoniale	Conversione in DSP	Rivalutazioni	Riclassificazioni	Stato patrimoniale
	<i>in milioni di FO</i>	2	3	4	<i>in milioni di DSP</i>
	1				5
Fondo di riserva legale	33,1	46,8	19,3	-	66,1
Fondo di riserva generale	1 494,5	2 113,2	266,5	-	2 379,7
Fondo speciale di riserva per i dividendi	74,5	105,3	-	-	105,3
Fondo di riserva libero	3 345,1	4 730,0	291,4	(49,8)	4 971,6
<b>Totale riserve statutarie</b>	<b>4 947,2</b>	<b>6 995,3</b>	<b>577,2</b>	<b>(49,8)</b>	<b>7 522,7</b>

*Note alla sezione "Conversione e rettifiche delle riserve statutarie della Banca"*

- Le cifre riportate in questa colonna contengono gli importi in franchi oro del bilancio al 31 marzo 2003 così come pubblicato e certificato dai Revisori contabili, prima della ripartizione dell'utile netto di esercizio.
- Le cifre di questa colonna rappresentano la conversione degli importi da franchi oro (colonna 1) a DSP al tasso di cambio della data di chiusura dei conti: DSP 1 = FO 0,7072146 (DSP 1 = USD 1,3730456).
- Le cifre di questa colonna si riferiscono alla rivalutazione dell'oro e dei depositi in oro (imputata ai Fondi di riserva legale e generale) e a quella degli strumenti finanziari (confluita nel Fondo di riserva libero). Per

- maggiori dettagli, si veda la precedente sezione *B*, nota 3 alle rettifiche delle situazioni contabili.
- Le cifre di questa colonna comprendono: la modifica del capitale azionario della BRI derivante dall'arrotondamento per difetto a DSP 5 000 del valore nominale unitario delle azioni risultante dalla conversione aritmetica (DSP 5 696). L'eccedenza di DSP 92,1 milioni è stata trasferita dal capitale azionario al Fondo di riserva libero; il trasferimento ai fondi di riserva del saldo del conto Rettifiche di valutazione, in seguito alla diversa prassi contabile adottata dalla Banca per le differenze da conversioni valutarie;

la riclassificazione dalle riserve statutarie alla riserva di rivalutazione oro dell'eccedenza del valore di mercato delle disponibilità proprie in oro della Banca, pari a DSP 244,11 (USD 335,18) per oncia di fino rispetto al precedente valore di USD 208 per oncia.

5. Le cifre di questa colonna sono quelle del bilancio definitivo in DSP e corrispondono alla somma degli importi delle colonne da 2 a 4.

#### D. Conversione e rettifiche del Conto profitti e perdite della Banca

La tabella seguente riporta la conversione in DSP del Conto profitti e perdite pubblicato in franchi oro per l'anno finanziario chiuso il 31 marzo 2003 (così come certificato dai Revisori e approvato dall'AGO il 30 giugno 2003), nonché le rettifiche conseguenti alle nuove prassi contabili. Le dizioni in essa contenute sono quelle del Conto profitti e perdite dello scorso anno, che nel conto economico dell'esercizio corrente sono state ridenominate.

Colonna/note	Conto profitti e perdite	Conversione in DSP	Rivalutazioni	Aggiustamenti per la data contabile	Riclassificazione	Conto profitti e perdite
	<i>in milioni di FO</i>					<i>in milioni di DSP</i>
	1	2	3	4	5	6
<b>Interessi e altri proventi di gestione netti</b>	<b>359,2</b>	<b>525,4</b>	<b>66,0</b>	<b>(2,5)</b>	<b>9,4</b>	<b>598,3</b>
Meno: spese di amministrazione	(98,3)	(142,3)	-	-	-	(142,3)
<b>Utile operativo</b>	<b>260,9</b>	<b>383,1</b>	<b>66,0</b>	<b>(2,5)</b>	<b>9,4</b>	<b>456,0</b>
Profitti sulle vendite di titoli del portafoglio di investimento	108,2	156,4	-	-	(9,4)	147,0
Azioni riacquistate - effetti del lodo arbitrale	(7,1)	(10,2)	-	-	-	(10,2)
<b>Utile netto dell'esercizio finanziario</b>	<b>362,0</b>	<b>529,3</b>	<b>66,0</b>	<b>(2,5)</b>	<b>-</b>	<b>592,8</b>
Aggiustamento al tasso di cambio di fine anno						(17,4)
<b>Saldo del Conto profitti e perdite</b>						<b>575,4</b>

#### Note alla sezione "Conversione e rettifiche del Conto profitti e perdite della Banca"

- Le cifre di questa colonna sono estratte dal Conto profitti e perdite in franchi oro per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2003, così come pubblicato e certificato dai Revisori contabili.
- Le cifre equivalenti in DSP risultano dalla conversione di quelle in franchi oro nella colonna 1 al tasso di cambio medio registrato per l'anno finanziario.
- Gli aggiustamenti contenuti in questa colonna rappresentano la variazione dell'utile netto non realizzato risultante dall'iscrizione al valore di mercato nel Conto profitti e perdite delle attività e passività finanziarie, nonché degli strumenti derivati della Banca.
- La cifra rispecchia il limitato effetto sui profitti derivante dalla variazione nel valore di mercato di attività, passività e strumenti derivati della Banca dovuta alla contabilizzazione in base alla data contabile anziché a quella di valuta.
- La colonna rappresenta la riclassificazione delle plusvalenze di valutazione sugli strumenti derivati a seguito dell'introduzione delle nuove prassi contabili della Banca.
- Le cifre di questa colonna sono quelle del Conto profitti e perdite definitivo in DSP e corrispondono alla somma degli importi delle colonne da 2 a 4.

#### E. Differenze da conversioni valutarie

Nella "Evoluzione del capitale della Banca" nell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2003 (pag. 209) figura una differenza negativa di cambio pari a DSP 275,8 milioni. Essa è dovuta alla maggiore incidenza delle attività del portafoglio di investimento della Banca (diverse dall'oro e dai depositi in oro) in dollari USA (67% al 31 marzo 2002) rispetto a quella del dollaro USA nel paniere di valute componenti il DSP (pari approssimativamente al 46%), nonché al deprezzamento di circa il 10% del dollaro USA sul DSP durante l'esercizio finanziario.

Prima del 1° aprile 2003 l'incidenza delle attività investite in ciascuna valuta rispecchiava in ampia misura l'importanza relativa delle principali monete nelle riserve valutarie e nelle transazioni finanziarie internazionali. Le differenze di cambio risultanti da questa gestione passiva del rischio di trasferimento valutario si sono riflesse sul capitale netto, al Conto rettifiche di valore.

Parallelamente alla sostituzione del franco oro con il DSP come unità di conto della Banca, quest'ultima ha modificato la propria politica in modo da allineare la composizione per valute delle attività nel portafoglio di investimento (diverse dall'oro e dai depositi in oro) a quella del paniere di monete componenti il DSP. Una temporanea eccezione a questa politica consiste nel riacquisto di azioni da parte della BRI durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2001, in attesa della decisione del Consiglio in merito alla loro redistribuzione (si veda la Nota 31).

La differenza negativa da conversioni valutarie è stata pertanto imputata al capitale anziché all'utile netto poiché essa deriva dalla modifica dell'unità di conto introdotta a partire dal 1° aprile 2003 e non rispecchia il risultato di gestione della Banca.

### **32. Eventi successivi alla compilazione dei conti**

Oltre alle azioni intentate dinanzi al Tribunale arbitrale dell'Aia che hanno condotto alla sentenza arbitrale del 19 settembre 2003 (si veda la Nota 15), il riscatto delle azioni BRI detenute da privati ha dato luogo a un'azione promossa da un gruppo separato di ex azionisti privati dinanzi al Tribunal de Commerce di Parigi. Nel marzo 2003 quest'ultimo ha accertato con pronuncia preliminare (senza entrare nel merito) la propria competenza a

giudicare in ordine alle richieste volte a ottenere un aumento dell'indennità. La Banca ha successivamente 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. Nella decisione resa il 25 febbraio 2004, la Cour d'appel di Parigi si è pronunciata a favore della Banca, concludendo che il Tribunal de Commerce di Parigi non aveva competenza a giudicare. Nell'aprile 2004 un ristretto gruppo di ex azionisti privati ha adito la Cour de cassation francese con un procedimento volto a impugnare la pronuncia della Cour d'appel in merito alla competenza e a ottenerne l'annullamento. La Banca ritiene quest'azione infondata. Di conseguenza, non sono stati effettuati accantonamenti specifici a fronte di tali richieste.

# 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 le allegate situazioni contabili (da pag. 206 a pag. 228) della Banca dei Regolamenti Internazionali. Conformemente a quanto richiesto dallo Statuto della Banca, esse comprendono la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, nonché le relative Note, e sono state predisposte dalla Direzione della BRI 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 le situazioni contabili, comprese le relative Note, sono state redatte in modo appropriato e forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca dei Regolamenti Internazionali al 31 marzo 2004, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data, e sono pertanto conformi allo Statuto della Banca.

PricewaterhouseCoopers AG

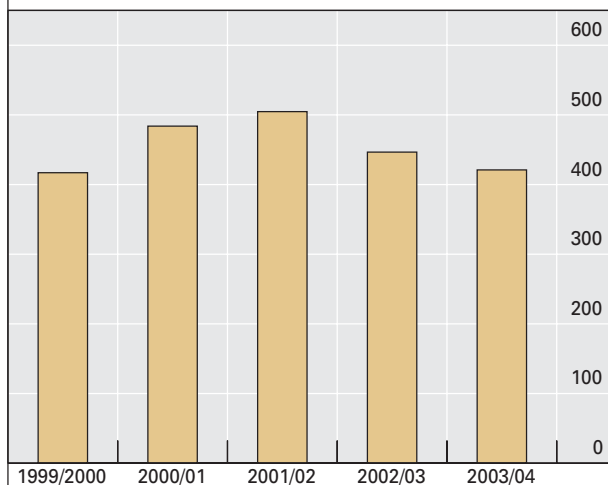
Anthony W. Travis

Albert Schönenberger

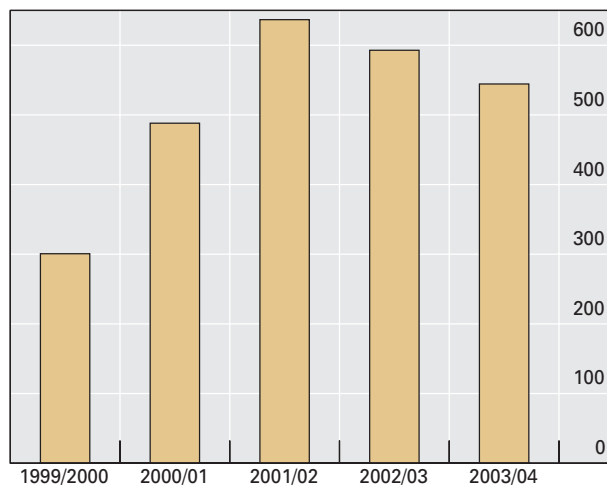
Basilea, 10 maggio 2004

## Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni

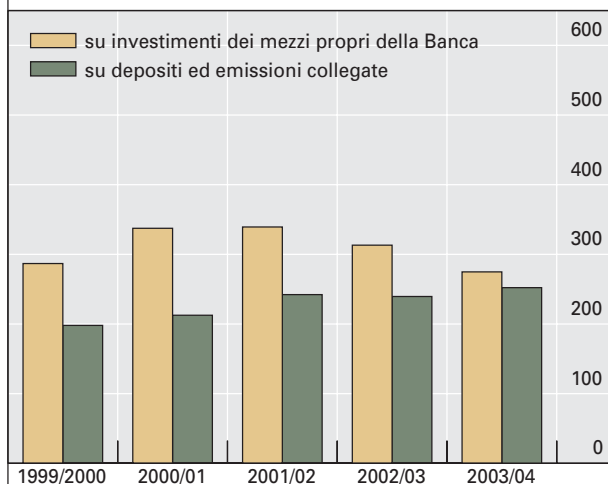
**Utile operativo**  
milioni di DSP



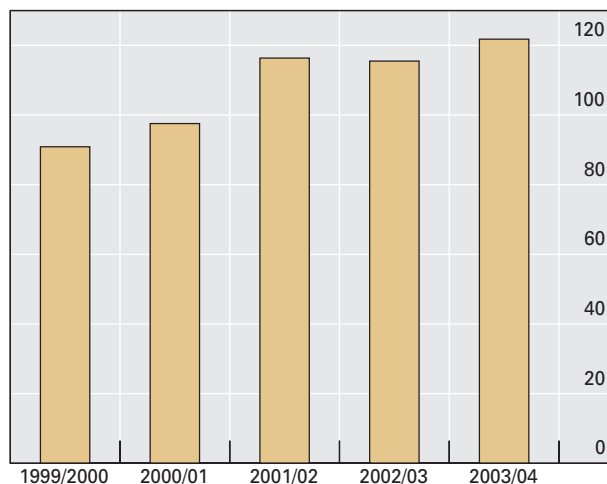
**Utile netto**  
milioni di DSP



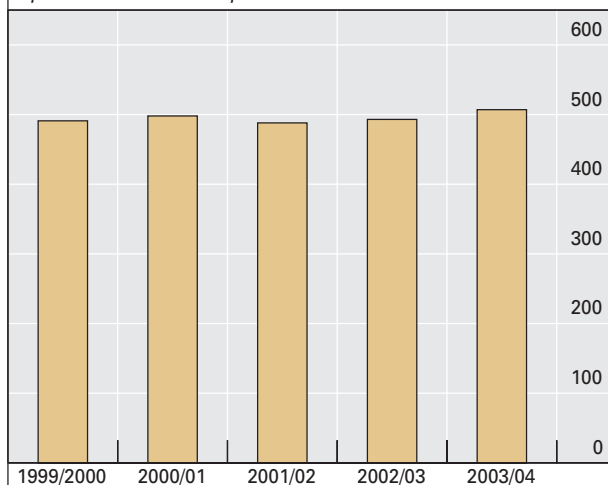
**Interessi netti su investimenti in valute**  
milioni di DSP



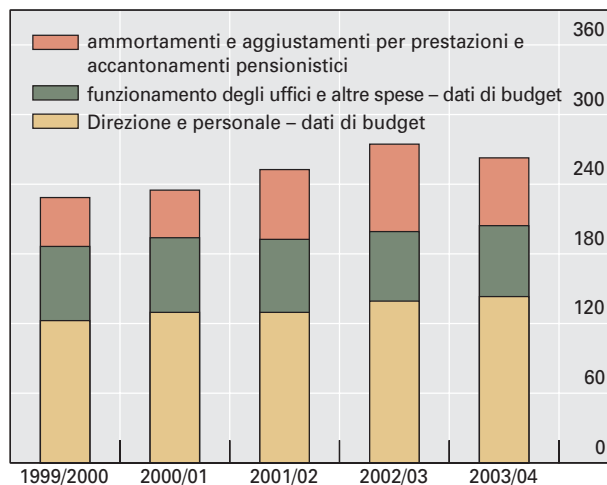
**Depositi in valute (media; in base alla data di valuta e al principio di competenza)**  
miliardi di DSP



**Numero medio di dipendenti**  
posizioni full-time o equivalenti



**Spese di amministrazione**  
milioni di CHF



Nota: le informazioni finanziarie per gli esercizi precedenti al 2002/03 si basano sulle stime con migliore approssimazione.





