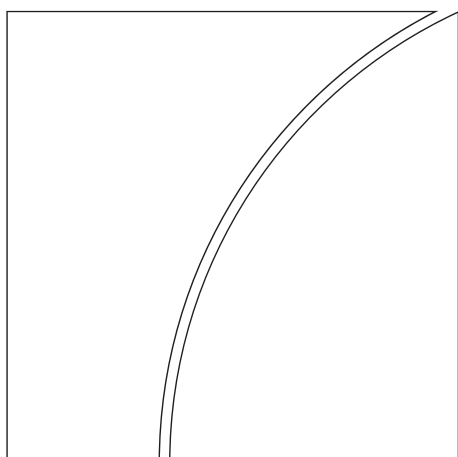




BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



75^a Relazione annuale

1° aprile 2004-31 marzo 2005

Basilea, 27 giugno 2005

Copie delle pubblicazioni sono disponibili presso:

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

E-mail: publications@bis.org

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

© Banca dei Regolamenti Internazionali 2005. Tutti i diritti riservati.

*Sono consentite la riproduzione o la traduzione di brevi parti del testo,
purché sia citata la fonte.*

ISSN 1021-2507 (stampa)

ISSN 1682-7732 (online)

ISBN 92-9131-471-4 (stampa)

ISBN 92-9197-471-4 (online)

Pubblicata anche in francese, inglese, spagnolo e tedesco.

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

Indice

Lettera di presentazione	1
I. Introduzione: fin qui, tutto bene	3
Tendenze economiche e finanziarie negli ultimi decenni	4
Da dove veniamo e dove stiamo andando?	7
II. L'economia mondiale	12
Aspetti salienti	12
Crescita economica	13
<i>Forte espansione mondiale</i>	13
<i>Aumentano i differenziali di crescita</i>	15
<i>Prospettive e rischi</i>	16
Inflazione	17
<i>Inflazione bassa e stabile</i>	17
<i>Fattori all'origine dell'inflazione bassa e stabile</i>	19
<i>Prospettive</i>	21
Evoluzione della bilancia corrente	22
<i>Ampliamento degli squilibri esterni</i>	22
<i>Meccanismi di aggiustamento nell'economia reale</i>	24
Risparmio e investimenti del settore privato	26
<i>Tendenze</i>	26
<i>Bilanci e investimenti societari</i>	27
<i>Bilanci e spesa delle famiglie</i>	29
Politiche di bilancio	31
<i>Andamenti recenti</i>	31
<i>Opzioni disponibili per il risanamento delle finanze pubbliche</i>	33
III. Le economie di mercato emergenti	36
Aspetti salienti	36
Sviluppi recenti	37
Alti prezzi delle materie prime: cause ed effetti	42
Fattori che incidono sulla resilienza agli shock esogeni	47
<i>Minore vulnerabilità fiscale?</i>	49
<i>Un'inflazione più stabile?</i>	52
<i>Minore vulnerabilità esterna?</i>	53
Maggiore solidità dei sistemi bancari?	54
<i>Fattori che influenzano i rischi nel settore bancario</i>	56
<i>Quadro regolamentare</i>	60
IV. La politica monetaria nelle economie industriali avanzate	62
Aspetti salienti	62
Rassegna degli sviluppi	63
<i>Stati Uniti</i>	63
<i>Area dell'euro</i>	65
<i>Giappone</i>	68

<i>Paesi con obiettivi di inflazione</i>	70
La storia si ripete?	73
<i>Elementi che accomunano i due periodi</i>	74
<i>Insegnamenti tratti dalla passata esperienza</i>	79
<i>A decenni di distanza è ipotizzabile uno scenario diverso</i>	80
<i>Nuovi rischi all'orizzonte?</i>	82
V. Gli andamenti nei mercati dei cambi	85
Aspetti salienti	85
Movimenti dei tassi di cambio: i fatti	86
Movimenti dei tassi di cambio: le determinanti	90
<i>Disavanzo corrente statunitense e percezione di un potenziale eccesso di dollari</i>	90
<i>Differenziali di tasso di interesse</i>	92
<i>Politiche di cambio in Asia</i>	94
Impatto degli squilibri mondiali di parte corrente e di portafoglio	97
Un problema di squilibri di parte corrente?	99
<i>Sì</i>	99
<i>No</i>	101
Un problema di squilibri di portafoglio?	103
<i>Sì</i>	103
<i>No</i>	105
VI. I mercati finanziari	107
Aspetti salienti	107
Curve dei rendimenti ed enigma del basso livello dei tassi	108
<i>Prospettive di crescita</i>	109
<i>Moderate aspettative inflazionistiche</i>	110
<i>Bassi livelli della volatilità e dei premi a termine</i>	111
<i>Riforme pensionistiche e domanda di titoli a lunga scadenza</i>	113
<i>Accumulo di riserve e domanda asiatica</i>	114
Mercati azionari e prezzi del petrolio	116
<i>Forte crescita dei profitti, malgrado i risultati negativi del settore tecnologico</i>	117
<i>Mercati condizionati dai crescenti prezzi petroliferi</i>	118
<i>Sostegno da una minore volatilità e dall'elevata propensione al rischio</i> ..	119
Rallentamento dei mercati del credito	121
<i>Qualità creditizia: verso un punto di svolta?</i>	122
<i>Mutamenti nell'avversione al rischio</i>	124
<i>Differenziali di credito, rischio di evento e tassi ufficiali</i>	127
Cambiamenti strutturali nei mercati del credito	128
<i>Benefici economici delle innovazioni sui mercati del credito</i>	129
<i>Principali ambiti di incertezza</i>	131
VII. Il settore finanziario	133
Aspetti salienti	133
Performance del settore finanziario	133
<i>Commercial banking</i>	134
<i>Riduzione del sostegno pubblico</i>	137
<i>Compagnie di assicurazione</i>	138
<i>Investment banking</i>	140
<i>Hedge fund</i>	141
Potenziati fattori di vulnerabilità	142

<i>Pressioni sui profitti bancari</i>	142
<i> Mercati immobiliari</i>	143
<i> Intensificazione della "caccia al rendimento"</i>	146
<i> Spostamento del rischio verso il settore famiglie</i>	147
Verso un quadro macroprudenziale più operativo	149
<i> Architettura istituzionale</i>	150
<i> Individuazione delle vulnerabilità</i>	150
<i> Calibrazione degli strumenti prudenziali</i>	151
<i> Sfide da affrontare</i>	153
VIII. Conclusioni: come correggere gli squilibri?	155
I rischi attuali giustificano una risposta sul piano delle politiche?	158
Quadro di riferimento a più lungo termine per la stabilità macrofinanziaria	163
<i> Verso un quadro di stabilizzazione macrofinanziaria a livello nazionale? ..</i>	163
<i> Verso un quadro di stabilizzazione macrofinanziaria a livello internazionale?</i>	167
Organizzazione, governance, attività della Banca	173
Consiglio di amministrazione	203
Dirigenti della Banca	204
Banche centrali membri della BRI	206
Situazioni dei Conti	207
Relazione dei Revisori dei conti	237
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni	238

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra il 2 e il 10 giugno 2005.

Grafici

II.1	Contributi alla crescita mondiale	13
II.2	Interscambio mondiale, produzione industriale e corsi petroliferi . . .	14
II.3	Tasso di interesse reale, saldo di bilancio strutturale e output gap . .	14
II.4	Inflazione generale e inflazione di fondo	18
II.5	Episodi di rincaro delle materie prime e inflazione	18
II.6	Indicatori della globalizzazione	20
II.7	Disavanzo del conto corrente USA: un raffronto storico	24
II.8	Stati Uniti: prezzi delle attività e conto corrente	25
II.9	Attività patrimoniali e debito del settore privato	28
II.10	Quota dei profitti e tasso di investimento	28
II.11	Prelievo di ricchezza immobiliare	31
III.1	Crescita effettiva e tendenziale	38
III.2	Tassi di interesse reali a breve	39
III.3	Condizioni sui mercati finanziari	40
III.4	Quotazioni del Brent	43
III.5	Materie prime non petrolifere e ragioni di scambio	44
III.6	Asia: inflazione e crescita dopo gli shock petroliferi	46
III.7	Contributi alla crescita del PIL	48
III.8	Credito alle famiglie e investimenti residenziali	49
III.9	Inflazione	52
III.10	Inflazione effettiva e attesa	53
III.11	Indicatori bancari	55
III.12	Disallineamento valutario e credito ai governi	58
III.13	Indicatori della performance bancaria	59
IV.1	Stati Uniti: indicatori economici	63
IV.2	Stati Uniti: inasprimento effettivo della politica monetaria	64
IV.3	Area dell'euro: indicatori economici	66
IV.4	Area dell'euro: tassi ufficiali e andamenti di mercato	67
IV.5	Giappone: indicatori economici	68
IV.6	Giappone: allentamento quantitativo ed effetti di lungo periodo	69
IV.7	Inflazione e tassi ufficiali in paesi con obiettivi di inflazione espliciti	71
IV.8	Dispersione delle aspettative inflazionistiche	73
IV.9	Prezzi al consumo in una prospettiva storica	74
IV.10	G10: tasso ufficiale reale e crescita della moneta ampia	74
IV.11	G10: output gap e inflazione	76
IV.12	G10: output gap e disoccupazione, 1965-1976	77
IV.13	G10: produttività del lavoro e dinamica dei prezzi	77
IV.14	G10: saldo finanziario delle amministrazioni centrali	78
IV.15	G10: debito, credito e prezzi delle attività	83
V.1	Tassi di cambio effettivi reali di dollaro, euro e yen	86
V.2	Tassi di cambio, volatilità implicita e risk reversal di dollaro, euro e yen	87
V.3	Tassi di cambio di altri paesi industriali	87
V.4	Tassi di cambio nei mercati emergenti	88
V.5	Tassi di cambio effettivi reali in una prospettiva di lungo periodo . . .	89
V.6	Disavanzo del conto corrente USA e suo finanziamento	91
V.7	Tassi di cambio e differenziali di interesse	92
V.8	Australia: tasso di cambio, differenziale di interesse e volume degli scambi	93
V.9	Tassi a termine a 12 mesi	94
V.10	Comovimenti delle monete	96
V.11	Misure del tasso di cambio effettivo reale del dollaro USA	101
V.12	Composizione delle riserve e dimensioni dei blocchi valutari	105

VI.1	Tassi di interesse a breve e a lungo termine	108
VI.2	Annunci macroeconomici	109
VI.3	Curve a termine	110
VI.4	Misure del premio per l'inflazione e della liquidità	111
VI.5	Volatilità implicite nelle swaption e premi a termine	112
VI.6	Disponibilità estere in titoli del Tesoro USA	114
VI.7	Impatto degli investimenti ufficiali esteri sui rendimenti dei titoli del Tesoro USA	115
VI.8	Prezzi delle azioni	117
VI.9	Utili e valutazioni	118
VI.10	Prezzi del petrolio e indici azionari	119
VI.11	Volatilità e propensione al rischio nei mercati azionari	120
VI.12	Differenziali creditizi	121
VI.13	Qualità creditizia delle imprese	122
VI.14	Finanziamento delle imprese	123
VI.15	Mercato dei credit default swap	125
VI.16	Avversione al rischio sui mercati del credito	126
VI.17	CDO e correlazione delle inadempienze	129
VII.1	Misure di mercato del rischio di insolvenza	134
VII.2	Prezzi relativi delle azioni bancarie	135
VII.3	Il settore bancario in Giappone	136
VII.4	Compagnie di assicurazione: portafoglio azioni e performance	139
VII.5	Indicatori dell'attività di investment banking	140
VII.6	Fondi speculativi: dimensioni, performance e grado di leva	142
VII.7	Mercati dei titoli immobiliari negoziabili	144
VII.8	Rapporti prezzi/affitti delle abitazioni	145
VII.9	Prezzo del rischio sui mercati dei prestiti sindacati e obbligazionari	146
VII.10	Assunzione di rischio delle maggiori banche di investimento	147
VII.11	Composizione settoriale del credito bancario	148

Tabelle

II.1	Crescita e inflazione	16
II.2	Canali di trasmissione dell'inflazione	19
II.3	Output gap e inflazione	22
II.4	Saldi del conto corrente	23
II.5	Risparmio e investimenti: tendenze	26
II.6	Prezzi degli immobili residenziali e debito ipotecario	30
II.7	Conti pubblici: un raffronto storico	32
II.8	Conti pubblici: evoluzione recente	32
II.9	Conti pubblici: proiezioni a medio termine	33
III.1	Crescita del prodotto e inflazione	36
III.2	Saldi di bilancia dei pagamenti	38
III.3	Incidenza del petrolio	46
III.4	Saldi di bilancio, debito pubblico e debito estero	50
IV.1	Correlazione inflazione/crescita dei salari: un confronto storico	81
V.1	Volume segnalato degli scambi sui mercati valutari, per controparte	89
V.2	Impatto delle notizie sul tasso di cambio dollaro/euro	91
V.3	Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali	95
V.4	Volatilità dei tassi di cambio e variazioni delle riserve	97
VII.1	Redditività delle maggiori banche	135
VII.2	Prezzi degli immobili non residenziali e quota dei locali inoccupati	145

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.

75^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 27 giugno 2005*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la 75^a Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 2005.

L'utile netto di esercizio ammonta a DSP 370,9 milioni, a fronte di DSP 536,1 milioni del precedente esercizio. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 2004/05 sono riportati nella sezione "Utile netto e sua ripartizione", alle pagine 200-201.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'Articolo 51 dello Statuto della Banca, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di DSP 114,4 milioni al versamento di un dividendo di DSP 235 per azione, pagabile in una delle valute che compongono i diritti speciali di prelievo, oppure in franchi svizzeri. A titolo di confronto, il dividendo corrisposto lo scorso anno era di DSP 225 per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti DSP 25,7 milioni al Fondo di riserva generale, DSP 6,0 milioni al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo, pari a DSP 224,8 milioni, al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 2004/05 sarà pagabile agli azionisti il 1° luglio 2005.

Basilea, 10 giugno 2005

MALCOLM D. KNIGHT
Direttore generale

I. Introduzione: fin qui, tutto bene

In occasione del 75° anniversario della BRI appare opportuno, in questa Relazione, guardare in retrospettiva a un periodo più lungo del consueto. Certo, un discorso incentrato sugli avvenimenti dell'ultimo esercizio finanziario presenterebbe alcuni vantaggi, e in particolare il fatto che gli argomenti risulterebbero familiari persino al lettore occasionale di quotidiani. Ma vi sono anche inconvenienti nel focalizzare l'attenzione sul recente passato. Anzitutto, si rischia di non prestare adeguata attenzione alle implicazioni dei cambiamenti strutturali di fondo intervenuti nell'economia. È facile che sviluppi di grande portata ma di lenta maturazione non vengano colti appieno da un'analisi incentrata su periodi brevi. Un secondo rischio correlato è che gli eventi vengano considerati in maniera isolata, e non come conseguenza dinamica di sviluppi ben anteriori. Infine, vi è la possibilità che si formulino raccomandazioni poco lungimiranti, con il pericolo che le soluzioni di oggi diventino il problema di domani. Tutte queste considerazioni sottolineano i pregi di una disamina che non si fermi allo stato corrente dell'economia mondiale, ma consideri anche le forze che l'hanno plasmata e che continueranno a plasmarla in futuro.

Negli ultimi due decenni circa si sono affermate nell'economia mondiale varie tendenze, alcune benefiche altre meno, dalle quali non si sono sostanzialmente discostate neppure le dinamiche recenti. Ciò ha spesso indotto gli ottimisti al pari dei pessimisti a commentare: "fin qui, tutto bene". I primi non vedono perché gli aspetti positivi di questi andamenti di lungo periodo non debbano perdurare. I secondi si soffermano piuttosto su questioni di fondo come gli squilibri interni ed esterni, e vi scorgono potenziali problemi per l'avvenire.

La presente Introduzione inizia con una rassegna degli sviluppi salienti cui si è accennato, per poi formulare alcune interpretazioni alternative. I successivi capitoli della Relazione annuale analizzano separatamente le varie ipotesi avanzate, fornendo gli elementi di supporto alle Conclusioni. Le questioni oggetto di esame gravitano intorno a due interrogativi: quali politiche potrebbero essere più adatte a preservare i molti aspetti che nell'odierno contesto economico e finanziario sono fonte di soddisfazione? e, nel più lungo termine, è forse necessario un nuovo quadro di stabilizzazione macrofinanziaria che impedisca in futuro l'accumulo di squilibri sia interni che internazionali?

Va fin d'ora sottolineato che entrambi gli interrogativi sollevano questioni difficili. È probabile che vi siano divergenze di opinione riguardo alle scelte paradigmatiche ovvero alle opzioni interne ai singoli paradigmi. Ne consegue che non sarà agevole pervenire a un consenso internazionale sulle risposte a tali quesiti. Eppure, uno sguardo alla lunga esperienza maturata dalla BRI nel promuovere la cooperazione fra banche centrali, con il crescente

coinvolgimento di altre parti interessate, offre motivi di ottimismo; basti pensare a quanti accordi in passato sono stati di fatto raggiunti in circostanze altrettanto controverse.

Tendenze economiche e finanziarie negli ultimi decenni

Guardando agli ultimi due decenni circa spiccano quattro sviluppi salienti. Anzitutto, il salutare calo in tutto il mondo del livello dell'inflazione, e della sua volatilità. In secondo luogo, l'espansione generalmente robusta dell'economia mondiale, anch'essa accompagnata da una minore volatilità a breve, con l'importante eccezione della debole crescita in Giappone e, più di recente, in Germania. Un terzo fenomeno di rilievo è poi l'ampliamento degli squilibri esterni. Da ultimo, va rilevata la crescente incidenza dei boom del credito, dei prezzi delle attività e degli investimenti, seguiti spesso da difficoltà finanziarie di varia natura.

A grandi linee queste tendenze consolidate si sono potute riscontrare anche durante l'esercizio della BRI chiuso a fine marzo 2005. Tuttavia, nel corso del 2004 hanno cominciato ad accumularsi evidenze che indicavano come più probabile una svolta su più fronti. Le pressioni inflazionistiche risultavano in rialzo, nonostante i segni di rallentamento nella crescita del prodotto dei paesi industriali. Inoltre, hanno cominciato a cedere i prezzi di molte attività finanziarie, che ormai apparivano sempre più dissociati sia dai fondamentali sia dal clima di crescente incertezza riguardo alle prospettive economiche.

Tornando agli sviluppi di più lungo periodo, l'inflazione in tutti i paesi industriali è fortemente calata rispetto alle punte massime toccate negli anni settanta. Un andamento analogo è osservabile anche nella maggioranza delle economie emergenti. Persino nei paesi afflitti in passato da iperinflazione, in particolare in America latina, oggi in genere la progressione dei prezzi non è più a due cifre. Particolarmente significativo è il fatto che in epoca recente in Argentina e Brasile le conseguenze dei forti deprezzamenti non abbiano rinfocolato le aspettative di inflazione, come invece era quasi sempre accaduto in precedenza. Le pressioni inflazionistiche globali si sono attenuate a tal punto che in Cina, Hong Kong SAR e Giappone sono stati di fatto registrati episodi deflazionistici, e la deflazione è per breve tempo apparsa come una possibilità concreta negli Stati Uniti, in Germania e in Svezia.

Durante l'anno trascorso i rincari delle materie prime, specie del petrolio, hanno infine iniziato a ripercuotersi sulle linee di produzione pressoché ovunque. Negli Stati Uniti, poi, si è temuto sempre più che anche l'inflazione di base dei prezzi al consumo potesse muoversi al rialzo e che un ulteriore deprezzamento del dollaro accentuasse tali pressioni. Nondimeno, è ancora troppo presto per stabilire se la precedente tendenza si sia esaurita. Vi è tutto un insieme di evidenze empiriche che mostrano in effetti come ultimamente gli episodi di ripresa dell'inflazione siano divenuti molto meno persistenti, la trasmissione dei tassi di cambio ai prezzi interni sia considerevolmente diminuita e le aspettative inflazionistiche siano ancorate su livelli bassi, molto più saldamente che in passato. A ciò vanno aggiunti i recenti massicci

incrementi della capacità produttiva in Cina e India, di cui si cominciano ad avvertire gli effetti. In definitiva, il verdetto sul futuro corso dell'inflazione è ancora incerto.

Un secondo sviluppo saliente è la tendenza verso una più rapida espansione economica a livello mondiale, spesso associata a una minore volatilità del prodotto nel breve termine. Per quanto concerne il ritmo di crescita, nei paesi industriali si sono allungate le fasi espansive, mentre in molte economie emergenti l'attività produttiva ha segnato una decisa svolta ascendente. La Cina, ad esempio, ha registrato un'espansione media annua del 10% circa negli ultimi vent'anni, e anche l'economia dell'India pare procedere a un ritmo notevolmente più rapido se confrontato a due decenni or sono. Insieme, questi due paesi concorrono oggi alla crescita mondiale in misura assai maggiore che nel recente passato. Quanto alla volatilità del prodotto, le contrazioni cicliche sono in genere divenute meno frequenti e meno severe. Negli ultimi vent'anni circa la crescita negli Stati Uniti è stata interrotta solo due volte, dalla blanda recessione del 1990-1991 e da quella, ancor più blanda, del 2001-2002. All'opposto, come si vedrà più avanti, tutti i paesi colpiti negli ultimi decenni da crisi finanziarie sono stati interessati al culmine della crisi da gravi episodi recessivi. Inoltre, nel caso del Giappone la crescita rapidissima osservata per tutti gli anni ottanta ha ceduto il passo a una tendenza del prodotto molto più fiacca dopo lo scoppio della bolla speculativa.

Gli andamenti nel periodo sotto rassegna risultano anche per questo aspetto sostanzialmente in linea con le tendenze di più lungo periodo. In molti paesi industriali i tassi di crescita sono stati elevati, sospinti ancora una volta dall'importante stimolo fornito dai consumi e dall'edilizia residenziale, e gli investimenti fissi hanno infine cominciato a reagire al forte aumento dei profitti. Giappone, Germania e Italia sono rimasti generalmente indietro, anche se agli inizi del 2005 sono emersi alcuni segnali incoraggianti. Nelle economie emergenti la crescita è stata davvero ragguardevole, malgrado sia intervenuta una certa moderazione con il procedere del periodo in esame. In Cina, nonostante l'impiego di misure sia amministrative che di mercato per contenere l'espansione, nel complesso la decelerazione è stata modesta. Inoltre, se dapprima alcuni settori particolarmente esuberanti avevano accennato a un rallentamento più marcato, in seguito sono emerse indicazioni di un rapido recupero.

Anche se gli sviluppi economici sopra descritti sono in generale soddisfacenti, vanno segnalate due altre tendenze di più lungo periodo, non altrettanto positive. La prima attiene agli squilibri di conto corrente a livello mondiale. Da almeno quindici anni il disavanzo esterno statunitense si muove al rialzo, accompagnato da un debito estero crescente, sebbene ancora relativamente contenuto. Specularmente, vari altri paesi hanno registrato ingenti eccedenze, non da ultime le economie a più lenta crescita di Germania e Giappone. Il periodo in esame non costituisce un'eccezione. In percentuale del PIL, il disavanzo degli Stati Uniti ha toccato livelli senza precedenti (sfiorando il 6%), e ciò malgrado una riduzione di oltre il 20% nel valore effettivo reale del dollaro rispetto al picco degli inizi del 2002. Mai prima d'ora un paese a moneta di riserva aveva fatto registrare un disavanzo corrente di tale entità.

Le preoccupazioni per le conseguenze a termine di tali squilibri esterni sono accentuate da un'altra tendenza di più lungo periodo: il sistema finanziario internazionale sembra essere sempre più incline a turbolenze di varia natura. Le crisi messicana, asiatica e russa dello scorso decennio hanno evidenziato la forza con cui gli shock possono trasmettersi sia fra mercati finanziari liberalizzati sia fra paesi. La volatilità a breve termine nei mercati finanziari – spesso associata al repentino prosciugarsi di una liquidità precedentemente abbondante (come in occasione del collasso di Long-Term Capital Management, LTCM) – ha rappresentato a tratti un'altra fonte di turbolenza. I fallimenti di piccola entità ma di grande clamore di alcune società finanziarie (come Drexel Burnham Lambert e Barings) hanno accresciuto la consapevolezza dei problemi che potrebbero insorgere nel caso in cui a trovarsi in difficoltà fossero istituzioni di maggiori dimensioni e complessità. Infine, le perdite finanziarie associate a rischi operativi appaiono tendenzialmente in aumento, non solo per effetto dell'accresciuta sofisticatezza e dipendenza informatica dei moderni sistemi finanziari, ma anche per problemi di governo societario (come per Enron, Parmalat e AIG) e per la nuova realtà della minaccia terroristica (11 settembre 2001).

Ma il fenomeno singolo più notevole in ambito finanziario è stata la ricorrenza dei cicli *boom and bust* del credito, dei prezzi delle attività e degli investimenti. Un primo ciclo ebbe inizio nei paesi industriali negli anni settanta, e interessò i mercati sia azionario sia immobiliare. Ve ne fu poi un secondo, cominciato a metà anni ottanta e conclusosi con il crollo dei prezzi immobiliari pochi anni dopo. I paesi nordici, la Germania e il Giappone figurarono tra i più colpiti, ciascuno reso vulnerabile da ulteriori problemi interni, ma molti altri paesi furono contagiati dal clima di esuberanza. Inoltre, appare sempre più evidente che ci troviamo oggi nella fase avanzata di boom di un terzo ciclo di questo tipo, risalente alla ripresa economica di metà anni novanta. I primi a risentirne sono stati i prezzi azionari, ma dopo il loro crollo agli inizi del 2001 lo slancio impartito dalla domanda si è trasferito al mercato degli immobili residenziali. Davvero non è esagerato affermare che, nell'ultimo anno circa, il fenomeno dell'ascesa dei prezzi delle abitazioni ha acquisito dimensioni mondiali. In gran parte dei paesi industriali il mercato degli immobili residenziali presenta sintomi di surriscaldamento. E lo stesso può dirsi per molte economie emergenti, ivi comprese Cina e Corea.

Quasi sempre la fase contrattiva dei cicli del credito, dei prezzi delle attività e degli investimenti è stata accompagnata da turbative di varia natura che hanno rallentato la successiva ripresa economica. Gli effetti più gravi sono in genere scaturiti da crisi vere e proprie del sistema bancario, come accaduto nei paesi nordici verso la fine degli anni ottanta, in Messico nel 1994 e in vari paesi asiatici nel 1997-1998. I connessi costi economici sono stati solitamente massimi allorché il ricorso su larga scala all'indebitamento estero in valuta ha contribuito al successivo insorgere di crisi congiunte a livello bancario e valutario. Fortunatamente negli ultimi anni lo stato di salute complessivo dei sistemi finanziari nella maggioranza dei paesi industriali sembra essere alquanto migliorato. Per l'Europa orientale e l'America latina, dove la presenza locale di banche estere è sensibilmente aumentata nell'ultima decina di anni,

sembra possibile giungere a conclusioni analoghe. Per contro, in alcune parti dell'Asia la robustezza sistemica resta discutibile. In particolare, la rapida espansione del credito in atto in Cina potrebbe senz'altro tradursi col tempo in un'impennata dei prestiti in sofferenza.

In ogni caso, pur tralasciando gli episodi di crisi, gli ultimi decenni offrono numerosi esempi di istituzioni finanziarie che, indebolite dalle perdite, hanno decurtato l'attività di prestito, con ripercussioni negative sull'economia reale. Anche la sovradilatazione dei bilanci di imprese e famiglie e il fardello degli investimenti di capitale improduttivi sembrano avere talora esercitato effetti frenanti. Il decennale calo degli investimenti societari in Germania e Giappone, la perdurante debolezza degli investimenti postcrisi nella maggior parte dei paesi asiatici (esclusa la Cina) e il recente ristagno dei consumi in Corea e nei Paesi Bassi sono tutte possibili illustrazioni di tale fenomeno. In questa prospettiva storica, il proseguimento lo scorso anno della tendenza di più lungo periodo verso un crescente indebitamento delle famiglie in molti paesi industriali, specie in quelli caratterizzati da un'espansione economica relativamente rapida, merita di essere seguito con attenzione. Lo stesso vale per i bilanci del settore produttivo cinese, ammesso che i dati fondamentali siano sufficientemente affidabili da validare una siffatta analisi.

Da dove veniamo e dove stiamo andando?

Spiegare in modo conciso questi sviluppi macroeconomici globali rappresenta una grande sfida analitica. Quel che emerge chiaramente è che essi sono intervenuti sullo sfondo di almeno tre trasformazioni strutturali positive nell'economia mondiale. In primo luogo, la liberalizzazione delle economie di molti paesi emergenti ha messo in moto forze competitive che hanno indotto importanti cambiamenti anche nell'area industriale. L'integrazione della Cina e dei paesi ex socialisti nell'economia di mercato internazionale rappresenta in effetti un evento senza precedenti. In secondo luogo, vi è stato un analogo processo di liberalizzazione dei mercati finanziari, che li ha resi al tempo stesso più efficienti e più globali. Infine, le autorità monetarie di quasi tutto il mondo si sono sempre più concentrate sull'obiettivo di ridurre l'inflazione a livelli contenuti e di preservare successivamente la stabilità dei prezzi. Quel che invece non emerge con altrettanta chiarezza è se l'interazione di queste forze strutturali abbia avuto o possa ancora avere effetti indesiderati. I massicci cambiamenti intervenuti sollevano quantomeno interrogativi sulle dinamiche delle moderne economie e, in prospettiva, incertezze riguardo all'appropriata conduzione delle politiche. Questi argomenti saranno ripresi nelle Conclusioni di questa Relazione.

Tra i fenomeni sopra citati, l'inflazione bassa e stabile è forse il più semplice da spiegare. Con il riconoscimento dei danni provocati da un'inflazione alta e volatile durante gli anni settanta, nell'opinione pubblica è maturato un consenso a favore di una sua riduzione, in termini di livello e di volatilità, a opera dei banchieri centrali, un compito che questi hanno saputo assolvere con ammirevole successo. E il loro conseguente impegno per la stabilità dei prezzi ha concorso in maniera sostanziale al mantenimento di una bassa

inflazione quasi ininterrottamente durante gli ultimi due decenni. In particolare, le aspettative sull'andamento futuro dei prezzi risultano ancorate molto più saldamente che in passato, e il processo di determinazione dei salari appare quindi più stabile. La sempre maggiore diffusione di regimi con obiettivi espliciti di inflazione nelle economie emergenti testimonia dell'efficacia delle politiche antinflazionistiche.

È un fatto, tuttavia, che i banchieri centrali sono stati anche agevolati dalle potenti forze non monetarie operanti a sostegno della disinflazione, specie negli ultimi quindici anni circa. Nei paesi industriali si è avuto un processo continuo (sebbene ancora disomogeneo) di liberalizzazione dei mercati di beni e servizi, nonché dei fattori di produzione. I progressi tecnologici hanno anch'essi stimolato la crescita della produttività in alcuni paesi, in particolare negli Stati Uniti, mentre molti altri hanno beneficiato dei trasferimenti di tecnologia. La globalizzazione e l'impatto dei massicci incrementi nell'offerta di manufatti, specie dalla Cina e da altre economie in transizione, sono all'origine della pressoché decennale tendenza calante dei prezzi dei beni oggetto di scambio internazionale. La crescente mobilità internazionale della manodopera, la sempre maggiore contendibilità dei mercati del lavoro e la minaccia della delocalizzazione verso aree a più basso costo hanno prodotto effetti disinflazionistici addizionali sui salari e sulle consuetudini lavorative. Ovunque è stato posto l'accento sulla riduzione dei costi. La grande distribuzione, le case automobilistiche e altri comparti a contatto diretto con i consumatori hanno fatto incessante pressione sui fornitori internazionali affinché offrissero quantità maggiori a prezzi più bassi.

In un contesto simile diventa più facile spiegare la crescita più rapida e la sua minore volatilità. Senza le inefficienze connesse all'inflazione la crescita tendenziale è oggi maggiore, e anche le oscillazioni cicliche si sono ridotte. In parte, ciò riflette il fatto che le banche centrali non devono più impegnarsi nel contrastare vigorosamente i periodici episodi di recrudescenza delle aspettative inflazionistiche. Essendo tali aspettative ancorate con maggiore fermezza nel quadro della politica monetaria, il rischio di innescare involontariamente una recessione è molto diminuito. Questa minore incertezza contribuisce altresì a spiegare la reazione sorprendentemente blanda dei tassi obbligazionari a lungo termine, nonostante il rialzo dei tassi ufficiali statunitensi lo scorso anno.

Un altro beneficio derivante dal contesto di bassa inflazione è che la politica monetaria ha potuto reagire energicamente ogniqualvolta erano in pericolo la crescita e l'occupazione. Si consideri, ad esempio, quanto aggressiva sia stata la manovra di allentamento delle condizioni monetarie in tutto il mondo all'indomani del tracollo dei mercati azionari internazionali nel 1987. O ancora la reazione delle autorità di fronte alla caduta dei prezzi immobiliari verso la fine degli anni ottanta e ai connessi problemi in molti sistemi bancari. Dopo la brusca stretta monetaria del 1994 e il successivo moderato inasprimento è stato possibile desistere da ulteriori innalzamenti dei tassi all'indomani della crisi asiatica. Nel 1998, in uno stadio ancora più avanzato della ripresa economica, la politica monetaria si è fatta più accomodante in risposta alla moratoria sul debito russo e alla crisi di LTCM. E, ancora una volta, dopo il crac

delle borse nel 2001 e il marcato rallentamento dell'economia, i tassi ufficiali sono stati fortemente abbassati, per tornare a salire solo di recente.

Nondimeno, è opportuno considerare anche l'impatto cumulativo di queste reazioni. Il *gap* del tasso ufficiale in termini reali (definito come differenza tra il tasso reale e la crescita potenziale stimata) nel G3 ha seguito una tendenza calante dagli inizi degli anni novanta, che si è fortemente accentuata dal 1999 circa. Nello stesso periodo il tasso aggregato di espansione del credito – così come le misure più ampie dell'offerta di moneta – si è in genere collocato nei paesi industriali ben al di sopra di quello del reddito nominale. Oggi i tassi ufficiali reali restano prossimi allo zero, nonostante la crescita mondiale record dello scorso anno e i primi segnali di tensioni a livello di capacità produttiva. In Giappone, dove il tasso ufficiale è pari a zero da qualche tempo, la politica di "allentamento quantitativo" ha portato il totale di bilancio della banca centrale al 28% del PIL, un livello senza precedenti. La distensione monetaria ha fatto la sua comparsa anche in molte economie emergenti, per motivi in parte collegati ai crescenti squilibri esterni a livello mondiale.

Più impegnativo è il compito di interpretare la prolungata tendenza al rialzo del disavanzo corrente degli Stati Uniti. Taluni ritengono che si tratti in ampia misura di un effetto collaterale del rafforzamento del dollaro, cui hanno contribuito gli afflussi di capitali privati attratti dall'aspettativa che prosegua la crescita relativamente vigorosa osservata di recente nel paese. Inoltre, con il progressivo allentamento delle restrizioni alla detenzione di valuta estera è costantemente cresciuta la domanda di titoli in dollari, specie da parte di paesi con tassi di risparmio elevati. Altri osservatori fanno invece rilevare il decennale calo nel saggio di risparmio delle famiglie statunitensi, e il più recente, drastico passaggio in disavanzo del bilancio federale. In contrapposizione alla prima scuola di pensiero, essi sottolineano poi come il deficit corrente degli Stati Uniti sia finanziato sempre più da governi esteri, e non dal settore privato. Le autorità monetarie di molti paesi sono pesantemente intervenute per contrastare il rafforzamento delle rispettive valute nei confronti del dollaro, riconvogliando buona parte delle risultanti riserve verso l'acquisto di titoli denominati nella moneta statunitense.

Queste politiche hanno ostacolato la riduzione degli squilibri esterni in almeno due modi, entrambi difficilmente quantificabili. Il valore effettivo del dollaro è presumibilmente più alto di quanto sarebbe altrimenti giustificato. Inoltre, i tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti rimangono forse su livelli più bassi di quanto ci si potrebbe attendere, con ripercussioni per l'accresciuta spesa interna. Le misure volte a frenare gli apprezzamenti valutari hanno tendenzialmente contribuito anche a creare condizioni monetarie e creditizie più espansive nei paesi che le hanno attuate. In alcuni casi, come in Giappone e in Cina, dove per un certo periodo era comparso il problema della deflazione, tali effetti sono stati inizialmente benvisti. Oggi, tuttavia, il contributo di tali politiche alle pressioni inflazionistiche interne e mondiali, nonché agli squilibri finanziari, è oggetto di sempre maggiore attenzione.

Il ripresentarsi di episodi di instabilità finanziaria, persino dopo che l'inflazione è stata fortemente ridotta, lascia spazio a spiegazioni alternative, e forse anche a reazioni alternative sul piano delle politiche. Vi è innanzitutto la

possibilità che i problemi finora incontrati finiscano per rivelarsi soltanto transitori. In altre parole, sarebbe semplicemente necessario un po' di tempo per imparare a convivere con una bassa inflazione, un settore finanziario liberalizzato e i recenti progressi delle tecnologie finanziarie. Nel corso del processo di apprendimento sono stati commessi errori deleteri, ma la loro frequenza e i connessi costi sono destinati a diminuire. Questa interpretazione è confortata dal considerevole restringimento dei differenziali di rischio nei mercati finanziari durante l'ultimo anno, e dall'altrettanto considerevole calo della volatilità. Inoltre, da parte di alcuni è stata avanzata la tesi complementare secondo cui, sotto certi aspetti, una maggiore volatilità delle condizioni finanziarie potrebbe essere persino benefica: essa costituirebbe il meccanismo attraverso il quale i moderni sistemi finanziari disperdono in maniera indolore, verso soggetti meglio in grado di assorbirli, gli shock che altrimenti produrrebbero effetti nocivi sull'economia reale.

Una possibilità alternativa è che l'instabilità abbia carattere più duraturo. I sistemi finanziari liberalizzati, seppure più efficienti di quelli sottoposti a restrizioni, potrebbero essere intrinsecamente inclini all'instabilità allorché le pressioni competitive conducono a episodi di eccessiva assunzione di rischio. Inoltre, essi appaiono intrinsecamente prociclici: le percezioni del valore e del rischio seguono gli alti e bassi dell'economia, così come la propensione al rischio. I differenziali creditizi, i prezzi delle attività, i rating esterni e interni e gli accantonamenti per perdite su crediti hanno tutti esibito questa caratteristica, quantomeno negli ultimi decenni. Da questo meccanismo possono scaturire potenti forze finanziarie capaci di stimolare la crescita reale nelle fasi espansive, ma anche effetti di freno altrettanto intensi ove l'iniziale clima di ottimismo finisse per essere giudicato eccessivo.

Non è poi difficile immaginare come queste normali tendenze verso comportamenti marcatamente ciclici possano essere accentuate da condizioni monetarie accomodanti. Al centro della questione si trova la "ricerca di rendimento" messa in atto quando i tassi nominali privi di rischio si collocano su livelli molto bassi. La possibilità di indebitarsi a costi decisamente contenuti incentiva la creazione di credito, le strategie di *carry trade* e le operazioni ad alto grado di leva, tutti fenomeni sempre più evidenti nei mercati finanziari negli ultimi anni. In quest'ottica di profitto, il rapido aumento negli anni recenti dei prezzi di tutte le attività non monetarie, "illiquide" (obbligazioni a lunga scadenza, strumenti di credito, immobili residenziali, ecc.) e il netto calo delle misure della volatilità implicita non sono necessariamente dovuti alla minore rischiosità del contesto economico, come sopra ipotizzato. Tutto ciò potrebbe piuttosto rispecchiare una generale propensione ad "acquistare illiquidità" e "vendere liquidità", data la sovrabbondanza di quest'ultima. Tale spiegazione può apparire meno convincente alla luce di quasi un anno di inasprimenti monetari negli Stati Uniti, ma sia in questo paese sia altrove i tassi ufficiali restano a ben vedere molto bassi.

La diversità di vedute sui cambiamenti strutturali nel sistema finanziario emerge con massima evidenza nella valutazione degli sviluppi che interessano il settore delle famiglie. Alcuni osservatori giudicano molto positivamente la maggiore capacità delle famiglie di indebitarsi, anche facendo leva su

un'accresciuta ricchezza immobiliare. Di fronte al rallentamento della dinamica salariale nei paesi industriali e alla debolezza degli investimenti societari al di fuori della Cina, l'indebitamento delle famiglie ha reso possibile una forma di modulazione intertemporale della spesa che ha contribuito a sostenere la domanda aggregata a livello mondiale. Altri osservatori, invece, pongono l'accento sul decennale calo dei tassi di risparmio delle famiglie in molti paesi, sull'aumento dei consumi in relazione al PIL e sull'esposizione potenzialmente pericolosa al servizio del debito con il ritorno dei tassi di interesse su livelli più normali. In ogni caso, quand'anche si fosse appena assistito alla fase di elevato indebitamento in un processo di modulazione intertemporale della spesa da parte delle famiglie (e di alcuni governi), per definizione un tale processo dovrebbe comportare, prima o poi, una fase di rimborso.

In sintesi, possiamo dire di avere a disposizione un insieme soddisfacente di spiegazioni su come l'economia mondiale sia giunta allo stato attuale. Non vi sono molti dubbi sul fatto che l'allentamento delle condizioni di liquidità globali, reso possibile da un'inflazione ben ancorata su valori bassi e dalla liberalizzazione finanziaria, abbia contribuito a sostenere la spesa aggregata. Ciò nondimeno, guardando al futuro appaiono ancora plausibili vari scenari alternativi. Considerati gli aspetti positivi delle importanti trasformazioni strutturali sopra discusse, lo scenario più probabile sembrerebbe il proseguimento di una crescita durevole non inflazionistica. Tuttavia, esso non è affatto scontato. Da un lato, il significativo stimolo monetario impartito fino a oggi potrebbe ancora sfociare in aperta inflazione. Dall'altro, le implicazioni dei crescenti livelli di debito, sul piano sia interno che internazionale, rimangono una grande incognita. A un loro ulteriore aumento, i debitori o i creditori, o entrambi, potrebbero decidere di ridimensionare le decisioni di spesa. Eventuali riduzioni nei prezzi delle attività o correzioni al ribasso nelle valutazioni della ricchezza del settore privato rafforzerebbero tali comportamenti. All'opposto, l'aumento dei livelli di debito potrebbe semplicemente essere la componente naturale di un processo di finanziarizzazione, che si sviluppa allorché i mercati raggiungono un maggiore grado di maturazione e complessità.

Data la scarsa esperienza che abbiamo delle interazioni fra i numerosi cambiamenti strutturali dianzi individuati, non è possibile scartare questi scenari meno graditi. Pertanto, un importante compito per i responsabili delle politiche in questo nuovo contesto sarà quello di valutare quali approcci possano rivelarsi di maggiore utilità per limitare i costi di eventuali esiti negativi. Un altro compito, non meno arduo, consisterà nel consolidare al tempo stesso i significativi benefici che questi cambiamenti strutturali hanno già apportato.

II. L'economia mondiale

Aspetti salienti

L'economia mondiale è cresciuta notevolmente nel 2004, grazie a politiche monetarie espansive e a condizioni finanziarie eccezionalmente accomodanti. I netti rincari delle materie prime non sono riusciti a innescare un'inflazione generalizzata, ma hanno contribuito a moderare l'espansione globale nell'ultima parte dell'anno. Dopo la ripresa sincrona del primo semestre, i differenziali di crescita sono tornati ad ampliarsi: i paesi importatori di materie prime – con le rilevanti eccezioni di Stati Uniti e Cina – hanno subito un rallentamento, mentre nei paesi esportatori l'espansione è generalmente proseguita a ritmi sostenuti.

Lo slancio dell'economia mondiale appare sorprendente sotto vari aspetti. A destare stupore sono anzitutto gli alti tassi di sviluppo delle economie emergenti, che rispecchiano lo spostamento strutturale in atto nella distribuzione della crescita a livello mondiale, specie in direzione dell'Asia emergente. Una seconda sorpresa proviene poi dal vigore dell'espansione statunitense, nonostante l'aumento dei corsi petroliferi. Al tempo stesso, la rinnovata debolezza osservata altrove solleva dubbi circa la capacità di altre economie avanzate di adeguarsi ai mutamenti del contesto globale. L'ampia variazione nei prezzi relativi di materie prime e manufatti, insieme alla comparsa di un nuovo gruppo di economie emergenti a crescita dinamica, costituisce un esempio di queste trasformazioni, così come anche il forte apprezzamento dell'euro e dello yen nei confronti del dollaro nel 2004.

Le proiezioni prevalenti per il 2005 segnalano la prosecuzione di una robusta crescita mondiale, pressioni inflazionistiche generalmente contenute e un ampliamento degli squilibri internazionali. Tuttavia, la divergente posizione ciclica delle maggiori economie, in combinazione con un livello insolitamente basso dei tassi di interesse e con i mutamenti strutturali derivanti dall'attuale integrazione di importanti paesi emergenti nell'economia globale, complica l'esercizio previsionale. In particolare, i forti rincari delle materie prime a partire dalla primavera del 2004, unitamente alla rapida ascesa della domanda di Cina e India, suscitano perplessità in merito all'utilizzo delle risorse globali, alle prospettive inflazionistiche e alla correzione degli squilibri internazionali. Altra problematica correlata è quella della sostenibilità – a livello sia internazionale che settoriale – delle attuali dinamiche del risparmio e degli investimenti. Fondamentale a tale proposito è l'esigenza di un risanamento dei conti pubblici.

Crescita economica

Forte espansione mondiale

Forte crescita di Stati Uniti e Asia emergente ...

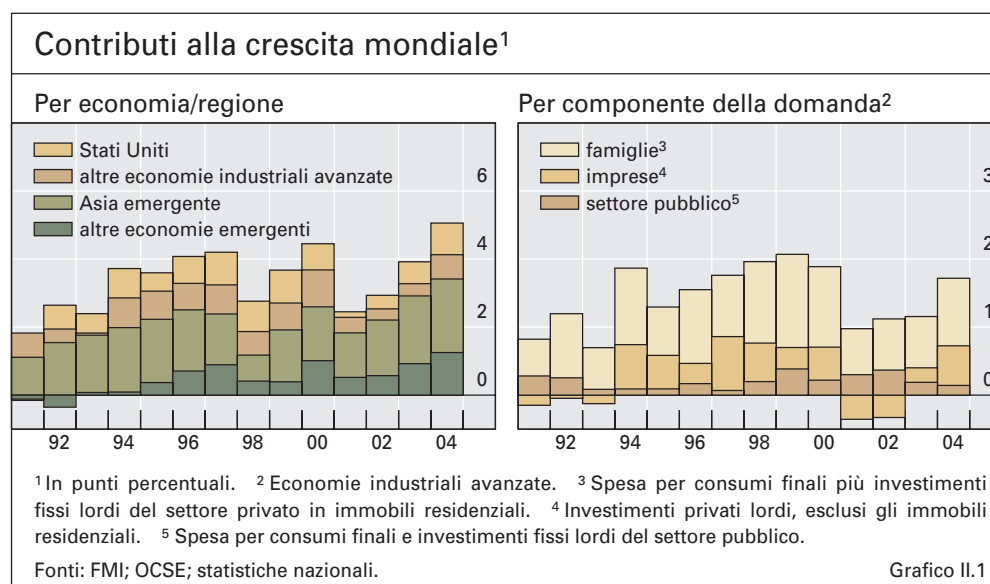
Lo scorso anno il prodotto mondiale è cresciuto di quasi il 5%, il tasso più alto degli ultimi trent'anni circa; l'aumento è riconducibile per oltre la metà agli Stati Uniti e all'Asia emergente (grafico II.1). La distribuzione regionale della crescita per il 2004 conferma l'affermarsi di un nuovo profilo dell'espansione economica mondiale, che vede gli Stati Uniti fungere da motore per lo sviluppo nelle economie avanzate, le principali economie emergenti dell'Asia e di altre regioni porsi come secondo polo di attività su scala mondiale e gli altri grandi paesi avanzati progredire a ritmi molto più lenti.

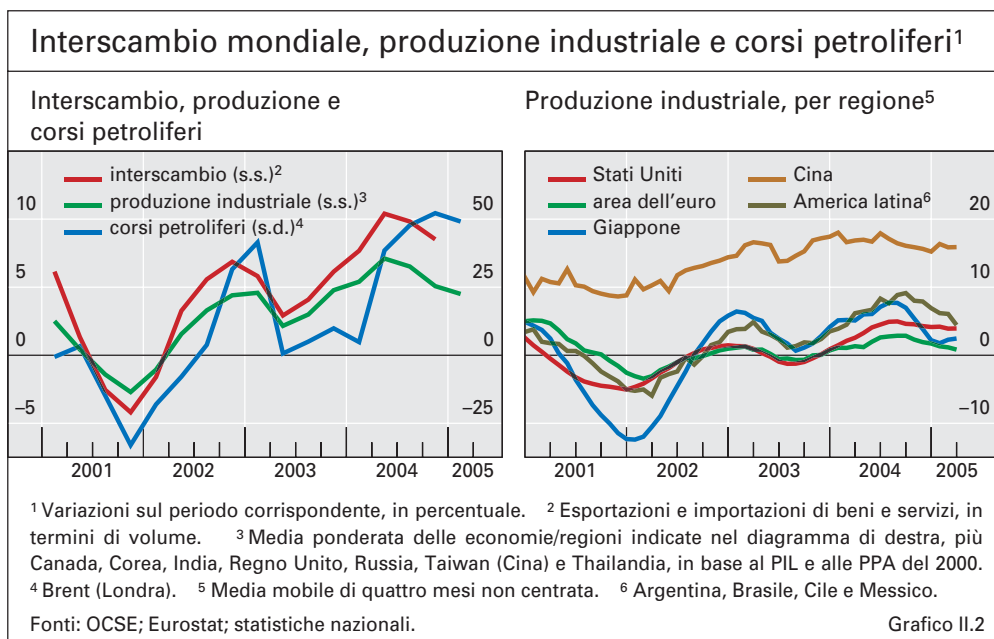
... propagatasi grazie all'aumento dell'interscambio

La forte domanda statunitense e il perdurante, rapido aumento di capacità produttiva in Cina hanno impresso nuovo slancio al commercio mondiale (grafico II.2). Nella prima metà dell'anno lo stimolo impartito dall'interscambio ha a sua volta favorito la ripresa sincrona della produzione nelle principali regioni economiche, di cui hanno beneficiato soprattutto le economie asiatiche (segnando la crescita più vigorosa dalla crisi del 1997-1998), i paesi europei orientati all'esportazione (ad esempio, la Germania) e i paesi aderenti al NAFTA.

Perdurante sostegno delle condizioni monetarie e finanziarie

Sebbene le politiche di bilancio siano state meno espansive rispetto agli anni precedenti, l'orientamento monetario accomodante ha continuato a sostenere la crescita mondiale (Capitolo IV). I tassi di interesse a breve corretti per l'inflazione sono rimasti negativi negli Stati Uniti – nonostante il graduale inasprimento della politica monetaria nella seconda metà del 2004 – e prossimi allo zero nell'area dell'euro e in Giappone (grafico II.3). Anche nel periodo sotto rassegna i mercati finanziari hanno offerto condizioni favorevoli, con tassi di interesse a lunga su livelli straordinariamente bassi rispetto ai parametri storici e ciclici. I differenziali di credito applicati ai mutuatari privati e sovrani sono scesi ai minimi storici e i prezzi azionari sono lievitati in misura notevole. Tale contesto ha contribuito a limitare i costi della raccolta e a innalzare il valore dell'insieme delle attività. Le famiglie hanno tratto particolare vantaggio

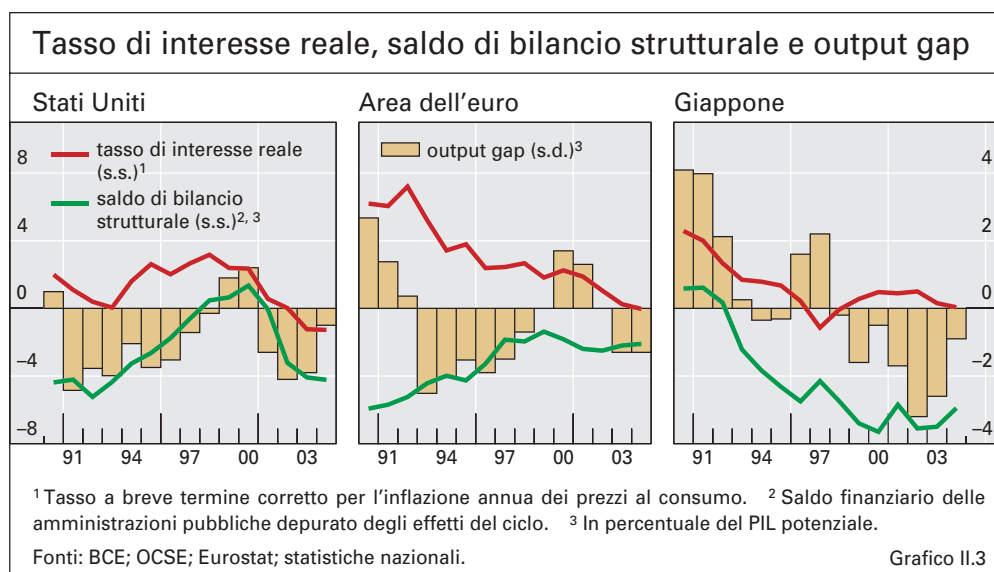




dalle propizie condizioni di finanziamento, e ciò ha determinato una rapida crescita del credito in molte regioni. Come si vedrà più in dettaglio nel Capitolo VI, tassi di interesse a lungo termine, differenziali di credito e volatilità hanno tutti subito un calo, malgrado la graduale stretta monetaria operata dalla Federal Reserve statunitense.

La vigorosa espansione economica, specie nell'Asia emergente, ha condotto ad ampi e sostenuti rincari delle materie prime nel 2004. In autunno il prezzo medio del greggio aveva toccato \$50 al barile, all'epoca il nuovo massimo in termini nominali, con un incremento di circa i due terzi. I corsi delle materie prime non petrolifere, specie quelli delle forniture industriali, hanno anch'essi segnato un'impennata (i metalli, ad esempio, sono cresciuti di un quarto). Questi rincari, insieme alla rapida ascesa dei costi di trasporto e al diffuso congestionamento dei porti, indicano come la crescita mondiale

I netti rincari delle materie prime ...



stesse sfiorando il "limite di velocità". Nella seconda metà del 2004 essa è di fatto rallentata, tornando su livelli che appaiono maggiormente in linea con le tendenze di lungo periodo.

... si ripercuotono in misura relativamente modesta su prodotto e inflazione

Rispetto a precedenti episodi di bruschi rincari delle materie prime, in quest'occasione le ricadute sull'attività e sull'inflazione a livello mondiale sono state relativamente modeste, anche per effetto della maggiore efficienza energetica delle economie industriali avanzate. Nei paesi dell'OCSE, infatti, l'intensità di petrolio si è praticamente dimezzata dagli anni settanta, senza contare che nel periodo in esame i corsi reali del greggio sono comunque rimasti ben al disotto dei livelli toccati durante le crisi petrolifere degli ultimi tre decenni. I rincari del greggio hanno avuto effetti di secondo impatto trascurabili, grazie al limitato potere di fissazione dei prezzi delle imprese, alle condizioni distese dei mercati del lavoro e ad aspettative inflazionistiche saldamente ancorate. Un impatto negativo sulla domanda mondiale è provenuto dalla redistribuzione del reddito dai paesi consumatori a quelli esportatori di petrolio. Pur non potendo spendere prontamente tutti i proventi straordinari derivanti dall'aumento dei prezzi, l'inclinazione manifestata in tal senso dai paesi esportatori è stata assai più elevata che in passato.

Aumentano i differenziali di crescita

Espansione USA sempre più in grado di autosostenersi ...

Con la decelerazione del secondo semestre si sono accentuati i differenziali di crescita. L'espansione USA è stata sempre più in grado di autosostenersi grazie al recupero della spesa delle imprese e alla maggiore creazione di posti di lavoro, mentre l'area dell'euro e il Giappone hanno dovuto nuovamente far fronte a una congiuntura debole. Il persistere di differenziali di crescita fra le aree principali ha comportato un significativo ampliamento degli squilibri esterni.

... ma interviene un nuovo indebolimento sia nell'area dell'euro ...

Il rallentamento nell'area dell'euro ha coinciso anche con una dilatazione dei differenziali intraregionali di crescita. Francia e Spagna sono riuscite a mantenere lo slancio in virtù della vigorosa domanda interna, mentre il PIL di Germania e Italia ha subito una contrazione nell'ultimo trimestre dell'anno. In Germania, in particolare, hanno ristagnato sia gli investimenti sia i consumi, poiché il clima di fiducia ha continuato a risentire dell'alta disoccupazione e delle incertezze riguardo all'impatto delle riforme strutturali.

... sia in Giappone

Il Giappone è entrato tecnicamente in recessione. Il boom dei consumi a inizio d'anno e le sempre migliori condizioni del settore societario avevano alimentato la speranza che fosse in atto una ripresa capace di autosostenersi. Tuttavia, analogamente all'area dell'euro, la domanda interna non è riuscita ad accelerare a sufficienza prima che intervenisse il calo nella crescita delle esportazioni. La fase recessiva è stata acuita da un significativo aggiustamento della produzione nei settori delle tecnologie informatiche, conseguenza delle misure adottate per ridurre i livelli relativamente alti di scorte e capacità eccedente.

Crescita robusta in altre economie avanzate ...

Altre economie avanzate sono state colpite meno duramente dal rallentamento ciclico. Il Regno Unito è riuscito a mantenere ritmi di crescita interna sostanziali nonostante una decelerazione della spesa per consumi. Anche in Svezia il rafforzamento della domanda interna ha consentito il

permanere di alti tassi di espansione. Australia, Canada e Nuova Zelanda hanno beneficiato di un netto miglioramento delle ragioni di scambio e di una vigorosa domanda finale interna.

Le regioni emergenti sono state anch'esse in grado di conservare un notevole slancio (Capitolo III). L'espansione in Cina è proseguita a ritmi sostenuti, nonostante il varo di misure amministrative volte a raffreddare l'economia. I rincari delle materie prime e l'accresciuta fiducia nelle politiche macroeconomiche hanno favorito l'America latina. Anche nei paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO) l'attività economica è aumentata più rapidamente di quanto inizialmente previsto; l'adesione all'Unione europea di otto paesi della regione il 1° maggio 2004 ha attratto flussi di capitale, mentre il rapido aumento del credito e tassi di interesse reali in calo hanno intensificato la domanda interna. In Africa la crescita è stata sospinta dal miglioramento delle ragioni di scambio.

... e nei principali mercati emergenti

Prospettive e rischi

Le previsioni prevalenti indicano per quest'anno una crescita dell'economia globale intorno al 4% (tabella II.1). Visti i buoni profitti realizzati su scala mondiale, nel corso del 2005 la spesa delle imprese dovrebbe rimanere alta negli Stati Uniti e accelerare in altre regioni. Il miglioramento nelle condizioni del mercato del lavoro, unitamente al protrarsi di una bassa inflazione, dovrebbe a sua volta favorire il reddito e i consumi delle famiglie. L'eliminazione dei contingenti all'importazione di prodotti tessili all'inizio di quest'anno ha fornito un ulteriore impulso alle esportazioni dei maggiori paesi asiatici,

Anche per il 2005 si prevede una crescita robusta ...

Crescita e inflazione								
variazioni medie annue, in percentuale								
	PIL reale				Prezzi al consumo ¹			
	Media 1991-2002	2003	2004	2005 ²	Media 1991-2002	2003	2004	2005 ²
Totale ³	3,5	3,6	4,8	3,9	12,9	2,9	3,2	3,1
Economie industriali avanzate ³	2,3	1,9	3,1	2,3	2,2	1,8	2,0	2,0
Stati Uniti	2,9	3,0	4,4	3,4	2,7	2,3	2,7	2,8
Area dell'euro	1,9	0,5	1,8	1,5	2,4	2,1	2,1	1,8
Giappone	1,2	1,4	2,6	1,0	0,6	-0,3	-0,0	-0,1
Regno Unito	2,4	2,2	3,1	2,5	2,4	1,4	1,3	1,8
Altre ^{3, 4}	2,7	1,9	2,9	2,5	2,2	2,4	1,6	1,9
Economie emergenti ³	5,1	6,1	7,1	6,3	28,5	4,5	4,9	4,8
Asia ^{3, 5}	7,1	7,5	7,8	7,2	6,5	2,3	3,9	3,8
America latina ^{3, 6}	2,7	2,0	5,9	4,3	64,0	7,0	6,7	6,3
Europa centrale e orientale ^{3, 7}	0,1	5,9	6,8	5,3	88,1	12,2	8,3	8,0
Altre ^{3, 8}	2,1	4,5	4,3	4,5	5,6	3,8	1,0	2,3

¹ Per l'area dell'euro e il Regno Unito, indice armonizzato; per l'America latina, dati a fine anno. ² Previsioni di Consensus Economics pubblicate in maggio. ³ Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. ⁴ Australia, Canada, Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera. ⁵ Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ⁶ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁷ Polonia, Repubblica ceca, Russia, Turchia e Ungheria. ⁸ Arabia Saudita e Sudafrica.

Fonti: Eurostat; © Consensus Economics; statistiche nazionali.

Tabella II.1

specie la Cina. La solidità della crescita statunitense nel primo trimestre 2005, nonché l'accelerazione dell'attività in Giappone e, in misura minore, nell'area dell'euro dopo il debole andamento del trimestre precedente confortano queste previsioni.

... ma i rincari petroliferi ...

Ciò nonostante, la recente evoluzione mette in luce taluni rischi per la crescita mondiale. In primo luogo, i prezzi del greggio – saliti ancora nella primavera del 2005 – sembrano destinati a rimanere alti per lungo tempo. I rialzi dei *futures* a lungo termine sul petrolio suffragano l'opinione secondo cui vi sarebbe stato un marcato spostamento verso l'alto del prezzo di equilibrio del greggio. Le conseguenze di eventuali nuovi rincari potrebbero essere più serie di quanto attualmente previsto. Tali rischi sono accentuati dai recenti sintomi di pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti.

... e un possibile aumento dei tassi di interesse ...

In secondo luogo, un ritorno a livelli più normali dei tassi di interesse a lunga – oggi insolitamente bassi – potrebbe frenare la spesa delle famiglie e l'edilizia residenziale. In diversi paesi i prezzi delle abitazioni appaiono vulnerabili a ribassi di cui è impossibile prevedere l'entità.

... rendono necessario affrontare gli squilibri macroeconomici

In questo contesto la correzione degli squilibri macroeconomici continua a rappresentare la terza importante sfida. Un problema è rappresentato dalla contestuale crescita del disavanzo corrente negli Stati Uniti e delle eccedenze in altri paesi, specie dell'Asia. Un fenomeno correlato è il costante aumento del debito e il basso livello del risparmio delle famiglie in molti paesi industriali avanzati. Restano infine elevati i disavanzi di bilancio.

Inflazione

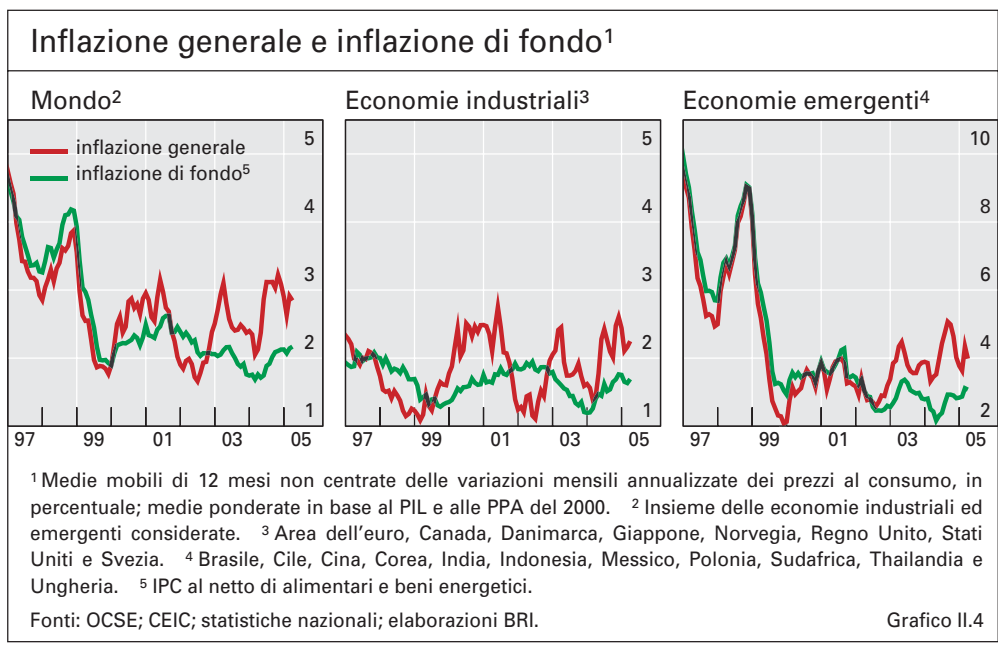
Inflazione bassa e stabile

Pressioni inflazionistiche contenute

Nel periodo sotto rassegna l'inflazione mondiale è rimasta contenuta, nonostante i netti rincari del greggio e delle materie prime non petrolifere, l'orientamento accomodante delle politiche monetarie e di bilancio, e il minore sottoutilizzo di capacità in molte economie. Nei paesi industriali avanzati l'inflazione dei prezzi al consumo è aumentata tra l'inizio e la fine del 2004 dall'1½ al 2½% circa. L'accelerazione intervenuta dagli inizi del 2005, specie negli Stati Uniti, non modifica sostanzialmente tale quadro. L'impatto inflazionistico dei crescenti prezzi petroliferi è stato più intenso nelle economie emergenti, che rispetto a quelle avanzate tendono a presentare una più elevata dipendenza dal petrolio (Capitolo III). Insieme al rincaro dei generi alimentari, esso ha innalzato l'indice generale dei prezzi in Asia dal 3% circa a un picco di quasi il 5% fra l'inizio e il terzo trimestre del 2004. Nel corso dell'anno è altresì peggiorata la situazione nei PECO, dopo vari anni di disinflazione.

Sostanzialmente invariata l'inflazione di fondo

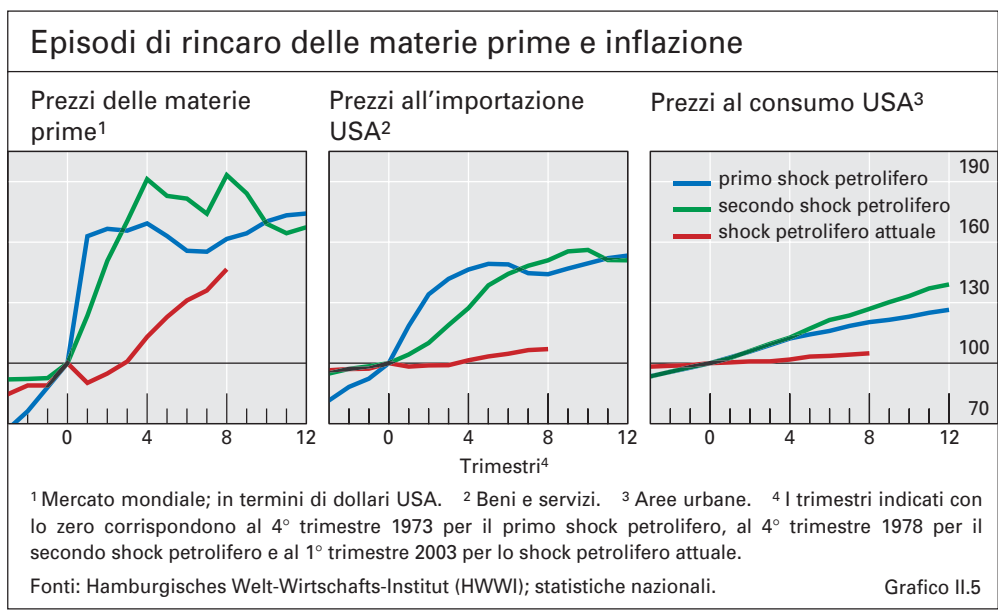
Ciò nondimeno, le pressioni inflazionistiche sottostanti sono state globalmente contenute. Nel 2004 l'inflazione di fondo (che esclude dall'IPC le componenti alimentari ed energetiche) è rimasta essenzialmente stabile in molte economie avanzate ed emergenti. Negli Stati Uniti si è mantenuta intorno a 1 punto percentuale al disotto dell'inflazione generale (pari a circa il 2½%). Il Giappone ha continuato a registrare una lieve deflazione: l'inflazione di fondo si è situata al -½%, contro un'inflazione generale pari a zero, di riflesso



al calo nei prezzi dei servizi pubblici. Nell'area dell'euro l'inflazione di fondo ha evidenziato una certa vischiosità, riconducibile principalmente all'impatto degli aumenti di tabacchi e prezzi amministrati. Nelle principali economie emergenti essa non supera il 3% da metà 2003. Di conseguenza, nel 2004 si è ampliato il divario fra l'indice generale dei prezzi e quello al netto di alimentari ed energia (grafico II.4).

Se inquadrati in una prospettiva storica di più lungo periodo, i tassi di inflazione rimangono bassi e stabili. La loro variabilità mensile nei paesi industriali avanzati è diminuita da circa 1 punto percentuale nei primi anni ottanta a 0,2 punti percentuali nel 2004. Ciò vale anche per la dispersione dei tassi di inflazione fra i vari paesi: lo scorso anno, l'IPC di fondo nell'area industriale avanzata oscillava fra lo 0% e il 3%, in netto contrasto con gli inizi

Bassa variabilità dei tassi di inflazione ...



Canali di trasmissione dell'inflazione						
	Dai prezzi delle materie prime ai prezzi all'importazione ¹		Dai tassi di cambio ai prezzi all'importazione ¹		Dai prezzi all'importazione all'IPC di fondo ²	
	1971-1989	1990-2004	1971-1989	1990-2004	1971-1989	1990-2004
Stati Uniti	0,29 **	0,21 **	0,48 **	0,18 **	0,25 **	0,10
Giappone	0,35 **	0,26 **	0,74 **	0,36 **	0,23 **	0,05
Germania	0,22 **	0,16 **	0,37 **	0,28 **	0,17 **	-0,03
Francia	0,20 **	0,12 **	0,76 **	-0,06	0,27 **	-0,14
Regno Unito	0,19 **	0,11 **	0,68 **	0,45 **	0,29 *	0,01
Italia	0,33 **	0,25 **	0,56 **	0,41 **	0,32 **	0,46

Nota: i simboli ** e * indicano che i risultati sono significativamente diversi da zero ai livelli di confidenza del 99 e 95% rispettivamente.

¹ Variazione percentuale dei prezzi all'importazione in risposta a un aumento dell'1% nei prezzi delle materie prime (misurati in moneta locale) o a un deprezzamento dell'1% nel tasso di cambio effettivo nominale. ² Variazione percentuale dei prezzi al consumo (componente di fondo) in risposta a un aumento dell'1% nei prezzi all'importazione.

Fonti: OCSE; HWWI; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella II.2

degli anni ottanta, quando esso variava dal 4% del Giappone a oltre il 12% di Norvegia e Regno Unito.

... rispetto ai precedenti shock dei prezzi delle materie prime

La relativa stabilità dei tassi di inflazione nel 2004 è particolarmente rimarchevole se la si raffronta con precedenti episodi di rincari petroliferi (grafico II.5). Benché i recenti aumenti del greggio risultino di per sé piuttosto modesti rispetto ai due precedenti shock, quelli dell'insieme delle materie prime sono grosso modo equivalenti. Malgrado il brusco deprezzamento del dollaro, che avrebbe dovuto accrescere le pressioni al rialzo, negli Stati Uniti l'inflazione importata è rimasta sorprendentemente contenuta. L'effetto sui prezzi al consumo appare pressoché trascurabile.

Impatto limitato nelle maggiori economie avanzate ...

L'impatto delle variazioni nei corsi delle materie prime sui prezzi al consumo è pertanto diminuito, e non solo negli Stati Uniti. A partire dagli anni novanta i prezzi all'importazione delle maggiori economie industriali avanzate sono divenuti molto meno sensibili alle oscillazioni del costo delle materie prime rispetto ai vent'anni precedenti, durante i quali erano intervenuti i due grandi shock petroliferi (tabella II.2).

... associatosi a un'ampia variazione dei prezzi relativi

Una bassa inflazione al consumo in un contesto di forti rincari delle materie prime comporta un considerevole mutamento nei prezzi relativi: tra il 1995 e il 2004 il rapporto fra il prezzo dei beni di consumo e quello delle materie prime negli Stati Uniti è calato del 30%, e correzioni analoghe si sono verificate nell'area dell'euro e in Giappone.

Fattori all'origine dell'inflazione bassa e stabile

Diversa composizione delle importazioni ...

Uno dei fattori all'origine del minore impatto dei rincari delle materie prime sul livello e sulla variabilità dell'inflazione interna, specie nei paesi industriali avanzati, risiede nella mutata composizione delle importazioni. Rispetto a vent'anni fa, il petrolio rappresenta oggi una quota inferiore dell'import, grazie al calo dei consumi energetici per unità di PIL. Inoltre, l'incidenza dell'energia e delle materie prime sulle importazioni dei paesi industriali è scesa a seguito

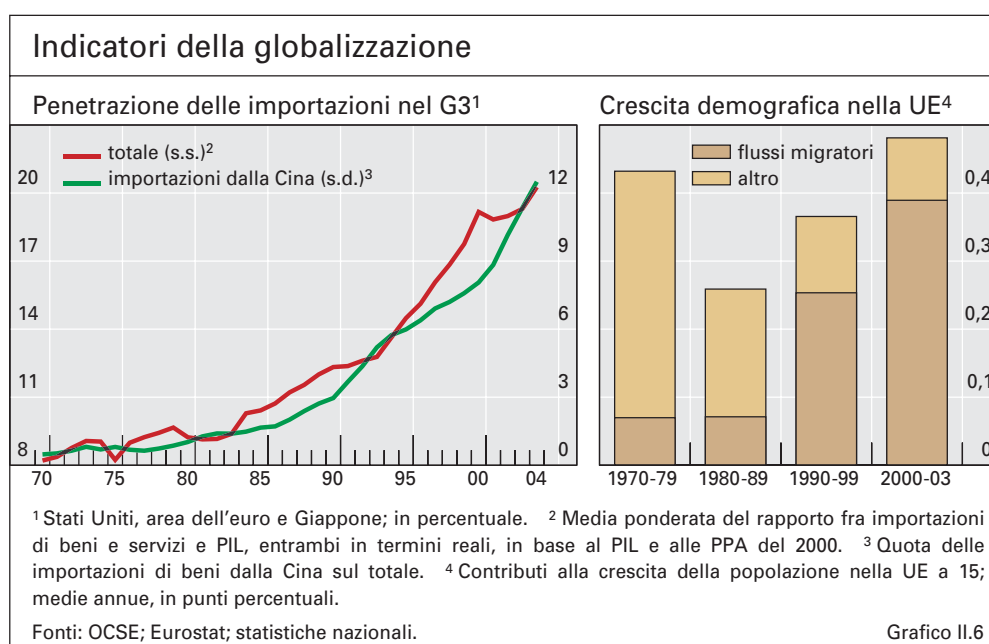
di uno spostamento della produzione dei manufatti verso le economie emergenti.

Un secondo fattore consiste nelle diverse politiche di prezzo seguite dai produttori di manufatti. La deregolamentazione e il progresso tecnologico hanno intensificato la concorrenza sui mercati dei beni, riducendo il margine di manovra per aumenti di prezzo anche in presenza di shock dal lato dei costi. Analogamente, la possibilità di approvvigionarsi a prezzi più convenienti sul mercato mondiale ha esercitato pressioni al ribasso sulle percentuali di ricarico degli attuali fornitori. La sempre maggiore penetrazione delle importazioni da paesi emergenti come la Cina bene illustra questo effetto (grafico Il.6). Tuttavia, la maggiore produttività – si veda ad esempio l’istituzione di più efficienti reti di distribuzione al dettaglio negli Stati Uniti e nel Regno Unito – ha permesso alle imprese di preservare i margini di profitto.

... crescente concorrenza nei mercati dei beni ...

Terzo, i rincari dell’energia non hanno determinato inasprimenti delle pressioni salariali. Nei paesi dell’OCSE i costi del lavoro per unità di prodotto nel settore delle imprese sono saliti nel 2004 dell’1/2%, contro una media annua di circa il 4 1/2% negli anni ottanta. Secondo molti osservatori, la diffusa delocalizzazione dei processi produttivi, l’esternalizzazione di taluni servizi e l’accresciuta mobilità internazionale del lavoro hanno affievolito il potere contrattuale di lavoratori e organizzazioni sindacali in molti paesi industriali. Ad esempio, nell’Europa occidentale i costi orari del lavoro superano in genere di cinque-dieci volte quelli nei nuovi paesi membri della UE. Ciò ha favorito l’emigrazione di manodopera da questi Stati verso l’Ovest europeo (seguita spesso da una seconda ondata migratoria, da paesi situati ancora più a est verso gli stessi nuovi Stati membri). Il costante incremento delle rimesse dai paesi industriali a quelli in via di sviluppo (specie in America latina e Asia emergente) induce a ritenere che sviluppi analoghi siano in atto anche in altre parti del mondo. Persino laddove la migrazione effettiva è limitata, la minaccia che un aumento delle retribuzioni potesse indurre a delocalizzare la produzione

... e nei mercati del lavoro



ha avuto un effetto analogo sulle dinamiche salariali. Ad esempio, in Giappone ciò ha contribuito a innalzare il numero di lavoratori *part-time*, mentre in Germania diverse grandi imprese hanno di recente stipulato contratti che, in cambio di una riduzione del salario reale, garantiscono la stabilità del posto di lavoro.

Accresciuta credibilità delle politiche monetarie

Infine, lo stesso processo inflativo ha subito modifiche che potrebbero aver ridimensionato gli effetti immediati dei rincari delle materie prime. Molti osservatori sostengono che, grazie ad aspettative di bassa inflazione solidamente ancorate e alla maggiore credibilità delle politiche monetarie, è oggi più probabile che gli shock di costo nei paesi industriali vengano ritenuti temporanei (Capitolo IV). In tali circostanze, le imprese potrebbero decidere di mantenere i prezzi costanti per un periodo di tempo significativo.

Generalizzato calo della traslazione del cambio

Questi fattori potrebbero inoltre spiegare la ridotta trasmissione delle oscillazioni del cambio ai prezzi all'importazione e al consumo (tabella II.2). La minore incidenza delle materie prime sulle importazioni ha diminuito non solo l'impatto diretto dei relativi rincari sull'inflazione, ma anche la traslazione delle variazioni del cambio, che per questo tipo di prodotti tende a essere elevata. La maggiore contendibilità dei mercati, e la corrispondente riduzione nel potere delle imprese in posizione dominante di innalzare i prezzi, hanno inoltre attenuato le pressioni inflazionistiche derivanti dai deprezzamenti. La moderazione salariale ha fornito agli esportatori lo spazio per mantenere stabili i prezzi espressi nella moneta dell'importatore e preservare al tempo stesso i margini di profitto malgrado l'apprezzamento della valuta nazionale. In Germania, ad esempio, i costi reali del lavoro per unità di prodotto sono calati di quasi il 20% negli ultimi vent'anni. Infine, riducendo la persistenza dell'inflazione, la maggiore credibilità delle politiche monetarie potrebbe aver aumentato la propensione delle imprese ad assorbire quegli shock del tasso di cambio che vengono percepiti come temporanei.

Prospettive

L'inflazione dovrebbe rimanere contenuta ...

L'inflazione dovrebbe rimanere su bassi livelli nel 2005 (tabella II.1). Questa prospettiva concorda sostanzialmente con la posizione ciclica attesa delle principali economie: flessione della crescita su livelli più vicini al potenziale e rallentamento nella dinamica della produttività negli Stati Uniti, persistenza di una capacità eccedente nell'area dell'euro e minor sottoutilizzo di risorse in Giappone.

... e non sono da escludere pressioni al ribasso sui prezzi ...

Ulteriori pressioni al ribasso sui prezzi al consumo potrebbero provenire dalle trasformazioni strutturali sopra menzionate. Ad esempio, l'abolizione dei contingenti all'importazione di prodotti tessili in Nord America ed Europa quest'anno ha impresso slancio alle esportazioni di Cina e India. Tuttavia, è ancora troppo presto per valutarne gli effetti sui prezzi dei prodotti tessili e dell'abbigliamento, anche se l'esperienza di paesi come Giappone e Norvegia – che non avevano imposto contingenti o li avevano già rimossi – fa ritenere che tali effetti potrebbero non essere trascurabili. Più in generale, il forte calo del rapporto fra prezzi dei manufatti e prezzi delle materie prime potrebbe indicare un'elevata elasticità dell'offerta nei paesi emergenti divenuti grandi esportatori di manufatti.

Output gap e inflazione ¹							
	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1971-1989	0,11 **	0,37 **	0,10 **	0,18 **	0,10	0,17 **	0,11 **
1990-2004	0,07 **	0,08	0,09	0,05	0,28 **	0,05	0,09

¹ Variazione percentuale dei prezzi al consumo (componente di fondo) in risposta a una variazione di 1 punto percentuale nell'*output gap*. Il simbolo ** indica che il risultato è significativamente diverso da zero al livello di confidenza del 99%.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella II.3

Con l'accresciuta globalizzazione è senz'altro possibile che i fattori interni abbiano perso rilevanza quali determinanti dell'inflazione nelle singole economie. In particolare, l'integrazione di paesi con un'abbondante offerta di lavoro potrebbe aver allentato le pressioni salariali sull'economia mondiale nel suo complesso. Stime della curva di Phillips mostrano come i coefficienti degli *output gap* – che rispecchiano in linea generale le condizioni interne della domanda e dell'offerta – siano di fatto calati in gran parte dei paesi industriali, anche se non ovunque in misura decisiva (tabella II.3).

... né una minore rilevanza dei fattori interni

Detto ciò, non è chiaro quale sia l'impatto sull'inflazione prodotto dalla combinazione di *output gap* nazionali ridotti e capacità inutilizzata a livello globale. Dato l'incremento dell'inflazione di fondo negli Stati Uniti al volgere dell'anno, non è da escludere che le imprese abbiano recuperato parte del loro potere di fissazione dei prezzi. Nel più lungo periodo, i maggiori redditi delle economie emergenti potrebbero far lievitare la domanda di beni e servizi. Come è sempre accaduto sul piano interno, anche a livello internazionale finiranno per emergere vincoli di capacità sull'offerta di lavoro.

Permangono incertezze

Evoluzione della bilancia corrente

Ampliamento degli squilibri esterni

Gli squilibri mondiali di parte corrente si sono ulteriormente ampliati nel periodo sotto rassegna. Il crescente disavanzo esterno delle economie industriali avanzate rispecchia principalmente il nuovo peggioramento del deficit USA, che nel 2004 ha sfiorato i \$670 miliardi, pari a oltre il 5½% del PIL (tabella II.4). Per contro, sono cresciute le eccedenze di conto corrente dei paesi esportatori netti di materie prime. Anche diverse importanti economie asiatiche hanno continuato a registrare cospicui avanzi, nonostante il deterioramento delle ragioni di scambio e i rapidi tassi di crescita. Il Giappone, con un surplus intorno al 3½% del PIL, ha concorso per circa la metà al saldo corrente dell'Asia verso il resto del mondo. Nel 2004 l'avanzo netto della Cina non è stato particolarmente ampio, ma negli ultimi tempi è aumentato fortemente. L'area dell'euro ha fatto ancora una volta registrare un modesto avanzo (nell'ordine dell'½% del PIL), cui la Germania ha contribuito con un surplus di quasi il 4% del PIL, mentre la Spagna segnava un deficit del 5% circa. Le partite correnti di altre economie avanzate sono variate di poco. Regno

Si ampliano gli squilibri di parte corrente ...

Saldi del conto corrente						
in miliardi di dollari USA						
	Media 1991-2000	2001	2002	2003	2004	Per memoria: 2004 ¹
Stati Uniti	-153	-386	-474	-531	-666	-5,7
Area dell'euro ²	20	13	54	26	36	0,4
Giappone	107	88	112	137	172	3,7
Altre economie industriali avanzate	-7	36	33	52	42	0,8
Cina	13	17	35	46	69	4,0
Altri paesi dell'Asia emergente	9	74	96	124	124	4,6
America latina	-49	-54	-16	7	16	0,8
PECO	-12	-17	-24	-37	-51	-5,0
Russia	10	34	29	35	60	12,2
Arabia Saudita	-8	9	12	28	52	20,7
Resto del mondo	-14	25	10	30	65	3,9
<i>Per memoria: mondo</i> ³	-84	-161	-133	-83	-81	...

¹ In percentuale del PIL. ² Somma dei saldi delle singole economie dell'area dell'euro. ³ Comprende errori, omissioni e asimmetrie nelle statistiche di bilancia dei pagamenti.

Fonti: FMI; statistiche nazionali.

Tabella II.4

Unito e Australia hanno continuato a far registrare disavanzi considerevoli. Anche nei PECO i saldi correnti sono rimasti altamente negativi, mentre in America latina è proseguito il miglioramento tendenziale iniziato sul finire degli anni novanta.

... in parte a causa
dei rincari delle
materie prime ...

Un importante fattore alla base dei crescenti squilibri globali sono stati i bruschi rincari delle materie prime, che hanno accresciuto di oltre \$100 miliardi – ossia ¼% del PIL – le importazioni petrolifere nette dei paesi dell'OCSE. Se tale effetto è comparabile a quello dei rialzi del greggio negli anni novanta, esso è decisamente inferiore all'impatto dei due precedenti shock petroliferi. Gli alti prezzi delle materie prime hanno accresciuto gli introiti da esportazioni di Medio Oriente, Russia e altri esportatori netti. Un'eccezione degna di nota è stata l'Australia, dove il disavanzo è aumentato malgrado il notevole miglioramento delle ragioni di scambio, anche perché le esportazioni paiono essere state frenate da vincoli di capacità produttiva.

... e del ruolo
propulsivo degli
Stati Uniti per la
crescita mondiale

Il secondo fattore all'origine del profilo globale delle partite correnti è il ruolo che gli Stati Uniti continuano a svolgere nel trainare la ripresa dei paesi industriali avanzati. La debole domanda interna in altre importanti economie ha frenato la vendita di prodotti statunitensi all'estero, mentre le importazioni sono aumentate di riflesso ai vivaci consumi del paese. Si è trattato in sostanza della prosecuzione della tendenza osservata dal 2001. Inoltre, lo scorso anno gli accresciuti investimenti delle società USA hanno coinciso con un leggero aumento delle importazioni di beni strumentali.

Squilibri
internazionali del
risparmio e degli
investimenti

La differenza tra risparmio e investimenti nazionali riflette per definizione il saldo delle partite correnti. I crescenti avanzi dell'Asia e dei paesi esportatori di petrolio nel 2004 discendono da un ulteriore aumento dei saggi di risparmio

complessivi di queste regioni. Nell'Asia emergente anche i tassi di investimento sono saliti, ma rimangono, con l'importante eccezione della Cina, ben al di sotto di quelli osservati prima della crisi del 1997-1998. Per la prima volta dal 2000, l'ampliamento del disavanzo corrente USA ha avuto come contropartita un aumento degli investimenti privati, anziché una flessione del risparmio nazionale. Quest'ultimo è rimasto perlopiù invariato su livelli storicamente bassi.

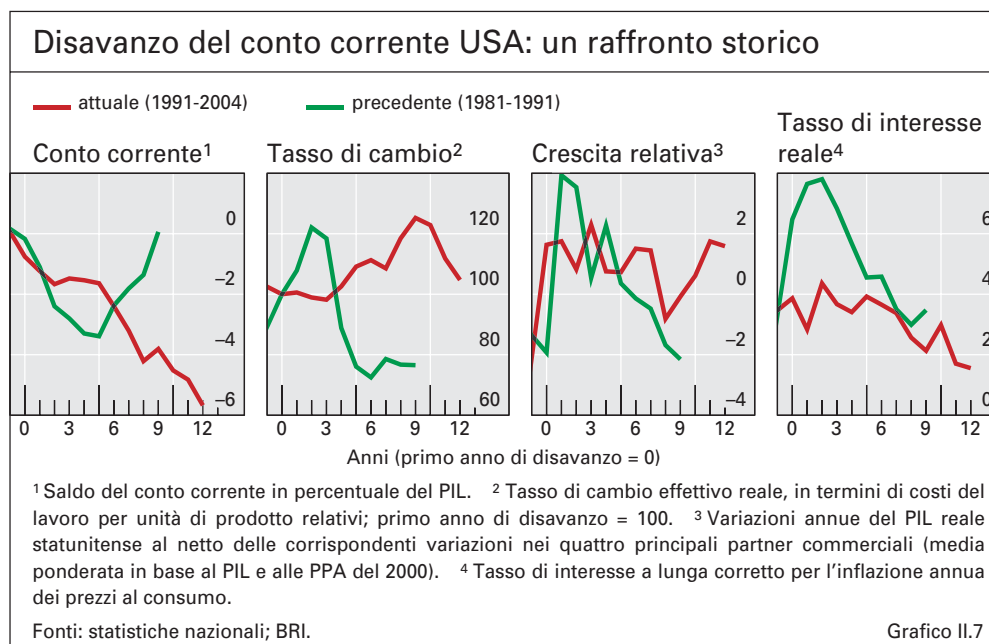
Meccanismi di aggiustamento nell'economia reale

Le passate correzioni del conto corrente nelle economie industriali avanzate avevano generalmente comportato simultanei aggiustamenti dei tassi di cambio e di interesse, accompagnati da una ricomposizione della crescita mondiale. Ad esempio, prima che il disavanzo corrente degli Stati Uniti cominciasse a ridursi nel 1987, il cambio effettivo reale del dollaro subì un generalizzato deprezzamento di elevata entità (grafico II.7). Ne risultò uno spostamento dei prezzi relativi a favore dei beni *tradable* USA, seguito da una brusca accelerazione delle esportazioni. Tale effetto fu accentuato dalla più vigorosa crescita relativa del reddito dei principali partner commerciali del paese. Gli alti tassi di interesse reali negli Stati Uniti contribuirono a innalzare il risparmio privato nei primi anni ottanta, limitando così l'impatto del crescente disavanzo pubblico sulle partite correnti. Sul finire di quel decennio, a favorire la correzione del conto corrente intervennero politiche di bilancio più restrittive.

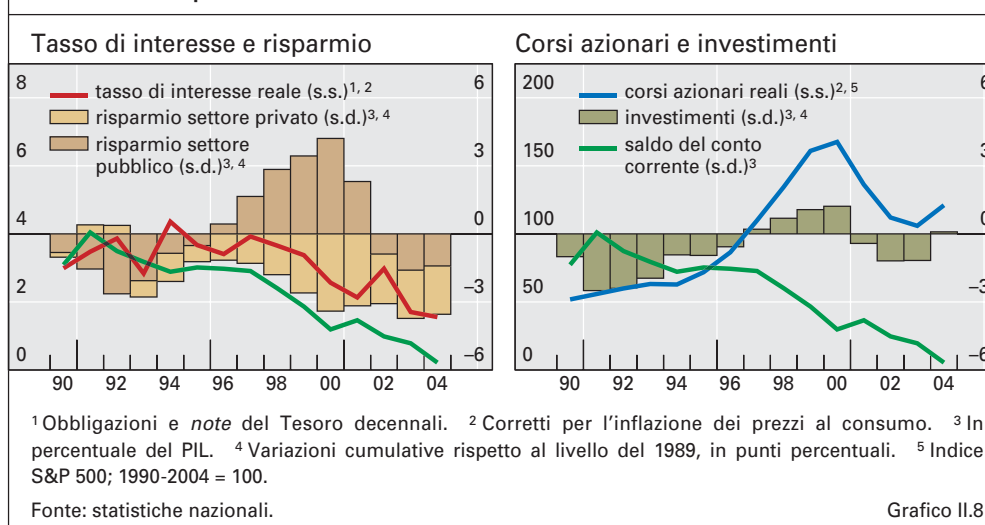
Tutti questi meccanismi di aggiustamento sono apparsi notevolmente attenuati nel periodo in esame. In primo luogo, negli ultimi due anni il dollaro ha perso circa il 20% in termini effettivi reali ampi, molto meno che tra il 1985 e il 1988, quando si deprezzò di quasi il 50% in termini di costi unitari relativi del lavoro. Seppure aumentata nel 2004, la crescita delle esportazioni USA non ha ancora il dinamismo che la contraddistinse nella seconda metà degli anni ottanta.

Profilo delle passate correzioni esterne

Le esportazioni USA accelerano il passo ...



Stati Uniti: prezzi delle attività e conto corrente



... ma le importazioni crescono ancor più velocemente ...

In secondo luogo, la crescita dei maggiori partner commerciali è stata di scarso stimolo alle esportazioni statunitensi. Il fatto che negli ultimi anni queste abbiano continuato a crescere meno delle importazioni – anche tenendo conto dell'effetto dei rincari petroliferi – è in parte l'immagine speculare del vigore relativo della domanda interna USA rispetto a quella dei principali partner commerciali. Secondo le proiezioni per il 2005 e il 2006, la convergenza dei tassi di crescita sarà lenta e incompleta. Una circostanza aggravante è che, fino a oggi, la minore traslazione dei movimenti del cambio sui prezzi all'importazione negli Stati Uniti potrebbe aver indebolito gli incentivi a riallocare la spesa dalle importazioni ai prodotti interni e a investire nella produzione di beni *tradable*.

... e i bassi tassi di interesse ostacolano la correzione

In terzo luogo, anche il livello insolitamente basso dei tassi di interesse reali a lungo termine sembra aver contribuito al disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti negli ultimi anni (grafico II.8). Esso ha comportato un calo dei costi di indebitamento e un connesso aumento nel valore delle attività (in particolare degli immobili residenziali, si veda oltre). Ciò ha parimenti favorito il finanziamento di crescenti disavanzi di bilancio, provocati in buona parte da tagli alle imposte. Entrambi questi canali hanno contribuito ad accrescere la domanda di importazioni da parte delle famiglie. Tali andamenti contrastano nettamente con quanto accaduto negli ultimi anni novanta, allorché il sempre maggiore disavanzo delle partite correnti USA rispecchiava gli accresciuti investimenti delle imprese nel contesto di quotazioni azionarie in ascesa.

Misure di politica economica volte a facilitare l'aggiustamento

Al fine di potenziare l'efficacia dei meccanismi di aggiustamento nell'economia reale si renderà necessaria una combinazione di diverse misure di politica economica nei paesi sia in avanzo che in disavanzo. I capisaldi di queste politiche sono largamente indiscussi: crescita del risparmio delle famiglie e risanamento dei conti pubblici, in particolare negli Stati Uniti (di cui si discuterà oltre); riforme strutturali che spingano la crescita del settore dei beni *non-tradable* in Europa e in Asia; maggiore flessibilità dei tassi di cambio nei paesi dell'Asia emergente (Capitolo V). L'insieme di queste misure

accrescerebbe l'efficacia dei meccanismi di aggiustamento a livello globale, il che potrebbe ridurre gli squilibri esterni nel medio periodo.

Risparmio e investimenti del settore privato

Tendenze

Nel 2004 il risparmio ha continuato a crescere su scala mondiale. Il risparmio nazionale è complessivamente salito al 25% del PIL, 1 punto percentuale circa al di sopra della media annua di questo decennio e 2 punti in più di quella degli anni novanta (tabella II.5). L'aumento è dovuto soprattutto ai paesi in via di sviluppo. Il contributo principale è provenuto dall'Asia, specie dalla Cina, dove il saggio di risparmio nazionale è cresciuto al 48%. Poco si conosce del profilo settoriale del risparmio e di eventuali carenze nei dati di contabilità nazionale in questo paese, ma la sostanziale stabilità del disavanzo di bilancio induce a ritenere che l'incremento derivi soprattutto dal settore privato. Subito dietro l'Asia si collocano i paesi esportatori di petrolio, dove la crescita del

Aumenta il risparmio mondiale

Risparmio e investimenti: tendenze					
in percentuale del PIL					
	Media 1990-99	Media 2000-02	2003	2004	Per memoria: 1991- 2004 ¹
Risparmio mondiale	22,9	23,4	23,9	24,9	1,7
Economie avanzate ²	21,3	20,6	19,1	19,4	-2,8
Stati Uniti	16,3	16,2	13,5	13,7	-2,5
Area dell'euro	21,5	21,3	20,3	20,9	-1,1
Giappone	31,6	27,8	27,1	27,6	-6,8
Economie emergenti ³	25,3	27,2	29,8	31,5	6,9
PVS dell'Asia	31,0	32,6	36,5	38,2	9,5
Cina	40,3	39,9	45,5	48,0	9,6
America latina	18,3	17,8	20,0	21,0	1,9
Europa centrale e orientale	20,6	18,8	18,6	19,1	-7,0
Investimenti mondiali	24,0	23,2	23,5	24,6	0,1
Economie avanzate ²	21,8	21,0	20,0	20,7	-2,5
Stati Uniti	18,7	19,4	18,4	19,7	1,1
Area dell'euro	21,1	20,9	19,5	20,2	-2,9
Giappone	29,3	25,3	23,9	23,9	-9,0
Economie emergenti ³	27,2	26,1	27,9	29,2	2,8
PVS dell'Asia	32,2	30,8	33,6	35,5	5,1
Cina	38,5	37,9	42,4	43,9	8,7
America latina	20,9	19,8	19,0	19,8	0,3
Europa centrale e orientale	23,3	23,1	23,2	23,8	-2,9

¹ Variazioni cumulative, in punti percentuali. ² Comprende le economie di recente industrializzazione dell'Asia. ³ Escluse le economie di recente industrializzazione dell'Asia.

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

Tabella II.5

risparmio è stata favorita dai maggiori introiti da esportazioni; di questi sembra però aver beneficiato in particolar modo il risparmio pubblico, giacché due terzi circa di tali introiti sono andati ad accrescere le entrate fiscali.

Crescita marginale del risparmio nelle economie avanzate

Nelle economie industriali avanzate il risparmio nazionale è aumentato in termini aggregati per la prima volta dal 2001, anche se solo marginalmente. Comunque, i saggi di risparmio sono rimasti ben al disotto dei valori medi degli ultimi due decenni. Se il principale fattore all'origine del recente andamento è stato il lieve calo dei disavanzi pubblici, vi ha altresì contribuito l'aumento del risparmio delle imprese sotto forma di utili non reinvestiti, una tendenza osservabile dal 2000. Nel contempo è proseguita la dinamica discendente del risparmio delle famiglie, seppur con differenze considerevoli da paese a paese: all'ulteriore calo negli Stati Uniti si è contrapposta la modesta crescita in Giappone e in alcuni paesi europei, specie laddove – come in Germania e nei Paesi Bassi – vi era incertezza riguardo alle prospettive di impiego e alle pensioni.

Dinamismo nell'edilizia residenziale ...

Gli investimenti aggregati (investimenti delle imprese e costruzioni residenziali) hanno segnato un recupero nella maggior parte dei paesi industriali avanzati e delle economie emergenti. Se l'accelerazione non è stata uniforme (Cina e Stati Uniti hanno registrato gli aumenti maggiori – tabella II.5), un aspetto comune sembra invece essere il generale dinamismo degli investimenti in abitazioni. Nei paesi dell'OCSE questa tipologia di investimento è cresciuta nel 2004 di oltre il 6% in termini reali, il tasso più elevato da metà anni novanta.

... e aumento degli investimenti delle imprese

Dopo la lenta ripresa dal minimo ciclico del 2002, anche gli investimenti societari si sono intensificati, specie nell'area industriale avanzata. Tale andamento riflette soprattutto il rafforzamento della spesa delle imprese negli Stati Uniti nel corso del 2004. Nell'area dell'euro questa è tornata a crescere – ancorché a ritmi moderati – dopo due anni di flessioni, mentre in Giappone i saggi di investimento sono rimasti stabili. In generale, tuttavia, nelle economie avanzate le imprese continuano a investire meno, in termini sia assoluti sia di incidenza sul PIL, rispetto alla seconda metà degli anni novanta.

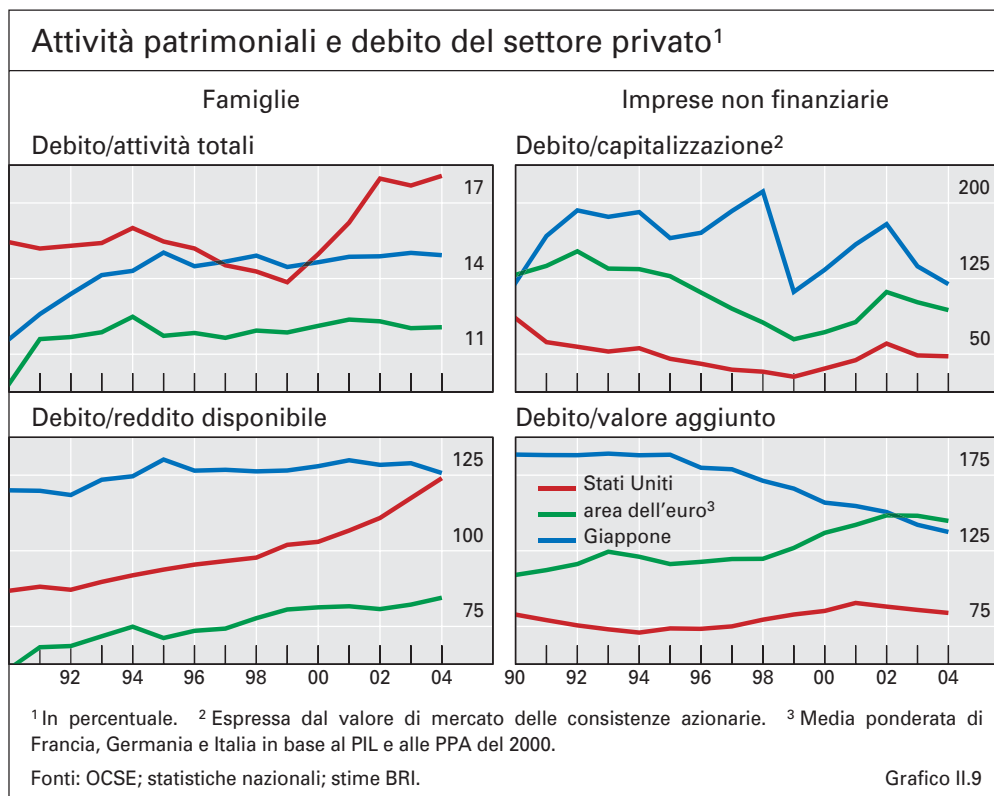
Bilanci e investimenti societari

Si rafforzano i bilanci delle imprese ...

Nel 2004 i bilanci societari si sono rafforzati in tutte e tre le principali aree valutarie. Il debito è ovunque calato in rapporto sia al capitale proprio sia al valore aggiunto, benché le imprese statunitensi continuino a mostrare una solidità maggiore rispetto alle loro omologhe europee e nipponiche (grafico II.9). Il miglioramento è stato favorito dalla forte crescita dei profitti osservata su scala mondiale (grafico II.10). Negli Stati Uniti margini e quota dei profitti si sono avvicinati a valori record; in Europa la quota dei profitti è tornata in prossimità dei livelli di metà anni novanta, mentre il settore societario del Giappone ha compiuto sostanziali progressi.

... ma gli investimenti sono relativamente deboli ...

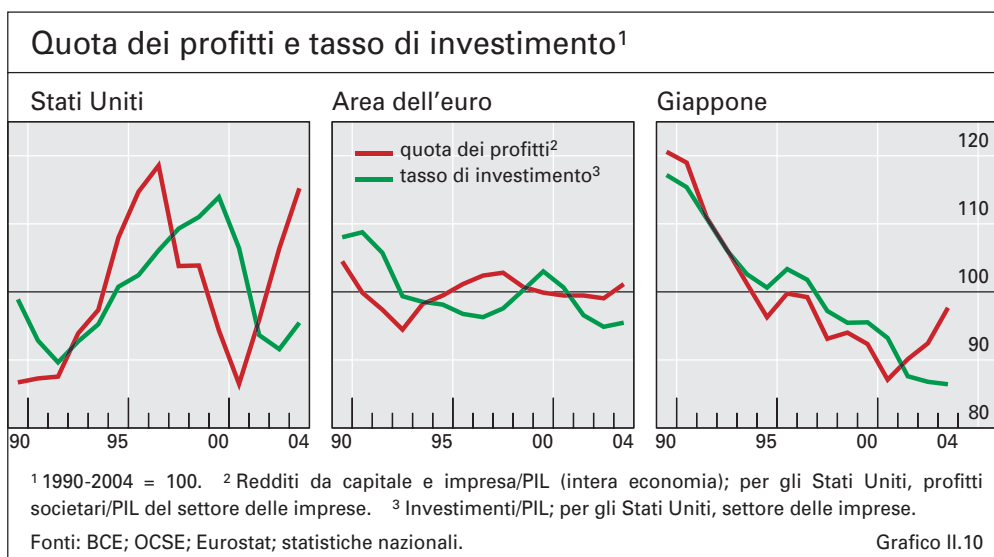
Dato il contesto di profitti eccezionalmente elevati e di favorevoli condizioni dal lato dell'offerta, la relativa debolezza degli investimenti societari ha destato una certa sorpresa. L'esiguità dei tassi di interesse reali e dei differenziali creditizi, assieme al rialzo dei corsi azionari, ha mantenuto basso il costo del capitale. Oltre a ciò, la produttività del lavoro nel settore delle imprese è



creciuta del 3% circa nei paesi dell'OCSE, sebbene l'area dell'euro sia rimasta in posizione considerevolmente arretrata.

L'accresciuta avversione al rischio manifestata dalle direzioni aziendali dopo il crollo del mercato azionario sembra aver frenato la formazione di capitale fisso. Le imprese si erano incentrate soprattutto sulla ristrutturazione dei bilanci, come dimostrano l'accumulo di liquidità e le iniziative volte a ridurre gli indici di indebitamento (Capitolo VI). Queste ultime rispecchiavano forse i timori derivanti dalla perdurante vulnerabilità ai mutamenti nelle condizioni del mercato finanziario. In Giappone e in alcuni paesi dell'Europa

... a causa dell'avversione al rischio ...



continentale un'ulteriore considerazione di ordine finanziario sarebbe stata la maggiore cautela del *management* circa l'accesso al credito in condizioni economiche avverse, alla luce del mutato atteggiamento delle banche negli ultimi anni.

... della
composizione
settoriale dei
profitti ...

Negli Stati Uniti anche la composizione settoriale della crescita dei profitti ha svolto un ruolo rilevante. Negli anni più recenti gli utili sono aumentati in misura relativamente cospicua e costante in molti settori del terziario, come il commercio al dettaglio e i servizi finanziari. Nel settore manifatturiero, viceversa, essi sono crollati di quasi il 70% nel 2001-2002, e la loro incidenza sul totale è scesa dal 25% a meno del 10%. Le imprese manifatturiere hanno segnato un recupero nel 2004, ma i loro profitti sono rimasti ben al di sotto del livello degli ultimi anni novanta sia in termini di dollari sia in rapporto al valore aggiunto del settore. Per ciò che concerne gli investimenti, questi hanno seguito la dinamica degli utili nel biennio 2001-2002. Malgrado la ripresa del 2003, lo scorso anno la spesa per investimenti ha superato di appena il 10% il livello degli anni novanta, contro quasi il 50% del settore societario nel suo complesso.

... e della mediocre
crescita dei mercati
di origine

Nell'area dell'euro e in Giappone gli investimenti delle imprese hanno ancora risentito delle incerte prospettive per la domanda interna. Indagini condotte nell'area dell'euro mettono in luce il pessimismo che continua a pervadere il settore societario, specie sul futuro dei mercati interni. In un contesto di crescita esitante, i maggiori profitti hanno coinciso con modesti incrementi retributivi e una disoccupazione persistentemente elevata, e in aumento in alcuni paesi. Ciò è dovuto anche all'enfasi tuttora posta dalle imprese sull'intensificazione del capitale e la riduzione degli organici, specie nel settore manifatturiero, dove la concorrenza internazionale è particolarmente accanita. Per migliorare le prospettive occupazionali, e di conseguenza la domanda, occorrono misure volte a incrementare la crescita potenziale – segnatamente nel settore dei servizi – e mercati del lavoro più flessibili.

Bilanci e spesa delle famiglie

Cresce la ricchezza
delle famiglie ...

Nel 2004 l'aumento dei prezzi delle abitazioni e dei corsi azionari ha accresciuto la ricchezza delle famiglie in numerosi paesi. Nelle economie industriali avanzate, per le quali sono disponibili i dati su attività e passività del settore, essa è cresciuta sia in termini assoluti che in rapporto al reddito disponibile, con la notevole eccezione del Giappone. Gli immobili residenziali, che rappresentano in genere una quota considerevole della ricchezza delle famiglie, hanno fatto registrare netti rincari in un'ampia gamma di economie. A fine 2004 le loro quotazioni avevano raggiunto o sfiorato i massimi storici (tabella II.6).

... ma anche il loro
debito

Nel settore delle famiglie la crescita della ricchezza si è accompagnata a un corrispondente aumento delle passività. Pertanto, l'indice di indebitamento è rimasto sostanzialmente invariato nell'area dell'euro ed è aumentato negli Stati Uniti (grafico II.9). In linea con l'incremento delle passività – risultante in massima parte da finanziamenti ottenuti a fronte di garanzia ipotecaria – ha continuato a crescere il rapporto fra debito e reddito disponibile, specie negli Stati Uniti.

In molti paesi, come Francia e Spagna, l'accresciuto indebitamento ipotecario è stato utilizzato per finanziare l'acquisto di proprietà residenziali. In

Prezzi degli immobili residenziali e debito ipotecario					
	Prezzi degli immobili residenziali ¹				Variazione nel debito ipotecario residenziale ²
	Variazione annua		Variazione rispetto al picco del 2004	Data del picco	
	1996-2003	2004			
Stati Uniti	6,0	11,2	0,0	4° trim. 2004	3,9
Giappone	-3,3	-6,1	-37,1	1° sem. 1991	-0,8
Germania	-0,1	-1,0	-2,0	2002	-0,8
Regno Unito	11,7	12,3	0,0	4° trim. 2004	5,2
Francia	7,2	15,6	0,0	2° sem. 2004	1,9
Italia	4,6	9,7	0,0	2° sem. 2004	1,9
Canada	4,5	7,8	0,0	4° trim. 2004	1,7
Spagna	10,8	17,4	0,0	4° trim. 2004	4,7
Paesi Bassi	10,2	1,8	-2,5	3° trim. 2004	4,8
Australia	10,2	2,7	-0,2	2° trim. 2004	5,4
Svizzera	0,5	1,8	-12,9	4° trim. 1989	3,4
Belgio	5,8	4,2 ³	0,0	2° trim. 2004	0,1
Svezia	7,8	10,0	0,0	4° trim. 2004	2,7
Norvegia	7,8	10,5	0,0	4° trim. 2004	2,7
Danimarca	6,7	11,3	0,0	4° trim. 2004	1,8
Finlandia	8,1	5,6	0,0	4° trim. 2004	2,7
Irlanda	14,4	7,8 ⁴	0,0	3° trim. 2004	9,5

¹ Dati di fine periodo; variazioni nominali, in percentuale; per il Giappone, prezzi dei terreni. ² Fra il 2003 e il 2004; in punti percentuali del PIL. ³ Fino al secondo trimestre. ⁴ Fino al terzo trimestre.
 Fonti: OCSE; varie associazioni immobiliari; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella II.6

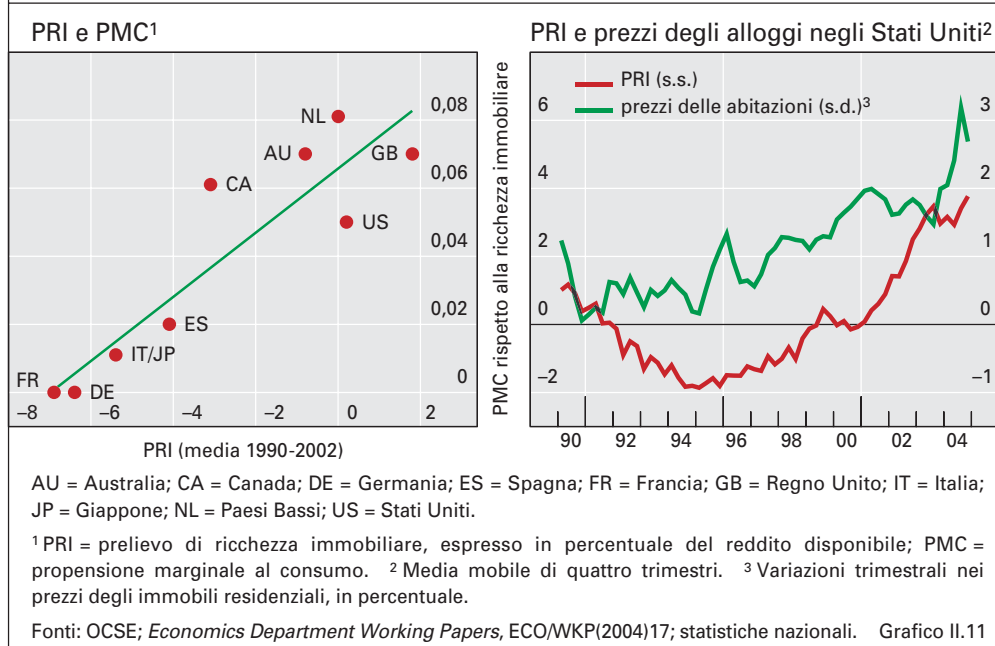
altri, tuttavia, il prelievo di ricchezza immobiliare – ovvero la differenza positiva fra l’ammontare delle ipoteche di nuova accensione e l’investimento in fabbricati residenziali – ha aumentato notevolmente negli ultimi anni il potere di acquisto effettivo. È quanto accaduto ad esempio in Stati Uniti, Regno Unito, Paesi Bassi e Australia. Dagli anni novanta tale prelievo presenta una stretta correlazione con la propensione al consumo a fronte di ricchezza immobiliare (grafico II.11). Benché in linea di principio i più alti costi dei servizi abitativi dovrebbero aver ridimensionato la spesa in altri beni di consumo da parte di coloro che non sono proprietari della casa di abitazione, è difficile trovare riscontri di questo effetto nei dati disponibili.

È arduo valutare quale sia la vulnerabilità dei consumi privati a un’eventuale flessione dei prezzi degli immobili residenziali in futuro. Stando all’esperienza di Regno Unito, Australia e Paesi Bassi, dove ultimamente tali prezzi hanno registrato una frenata o persino un calo, un’inversione di tendenza nei mercati immobiliari avrebbe ricadute negative sulla spesa delle famiglie. Nel Regno Unito e in Australia i consumi hanno di recente subito un rallentamento, mentre nei Paesi Bassi sono risultati deboli nell’ultimo paio d’anni, complice la crescita della disoccupazione. Nel complesso l’impatto sulla spesa sembra dipendere da vari fattori, quali la correzione delle aspettative a lungo termine circa i redditi da lavoro e da pensione o i crescenti tassi di interesse. Un più incoraggiante sviluppo cui si è assistito di recente concerne la correlazione fra il prelievo di ricchezza immobiliare e i rincari delle abitazioni

Il prelievo di capitale immobiliare ha sostenuto i consumi ...

... ma in prospettiva pone taluni rischi

Prelievo di ricchezza immobiliare



negli Stati Uniti, che non è stata stretta come in passato. Il fatto che il prelievo sia stato in media pressoché nullo nel periodo 1990-2002 potrebbe indicare che le famiglie lo considerano soprattutto come un mezzo per modulare i consumi nel tempo. In prospettiva, sarebbe pertanto lecito attendersi un parziale rientro dei prelievi effettuati negli ultimi anni. Un calo generalizzato dei prezzi abitativi nominali negli Stati Uniti – il maggiore mercato al mondo – costituirebbe comunque un fenomeno che non ha precedenti negli ultimi decenni.

Politiche di bilancio

Andamenti recenti

Restano elevati nei principali paesi industriali i disavanzi pubblici

Malgrado un modesto inasprimento delle politiche di bilancio nel 2004, i disavanzi pubblici dei principali paesi industriali sono rimasti ben al di sopra delle medie storiche (tabella II.7). Germania, Regno Unito e Stati Uniti hanno fatto registrare un'accelerazione particolarmente marcata del deficit, nell'ordine del 5-7% del PIL dal 2000 (tabella II.8). Nelle economie industriali minori (fra cui Australia, Canada e Spagna), così come in molte economie emergenti, i conti pubblici sono al contrario migliorati negli ultimi anni. Sebbene tali progressi abbiano in parte rispecchiato le favorevoli condizioni cicliche, numerosi paesi emergenti hanno altresì avviato riforme strutturali (Capitolo III). Alcuni passi in avanti sono poi stati compiuti nel contenere la crescita del debito pubblico, grazie anche ai bassi tassi di interesse. Tuttavia, a meno di un mutamento di politica economica, le passività potenziali connesse con l'invecchiamento della popolazione sono destinate in futuro a gravare significativamente sul debito pubblico. Quest'ultimo resta alto soprattutto in Italia e in Giappone.

Conti pubblici: un raffronto storico ¹							
	Media 1980-2003			2004			
	Saldo finanziario	Saldo strutturale ²	Debito lordo	Saldo finanziario	Saldo strutturale ²	Debito lordo	Sforzo di stabilizzazione ³
Economie industriali ⁴	-3,4	-3,4	67	-3,8	-3,5	80	2,1
Stati Uniti	-3,3	-3,1	63	-4,3	-4,2	64	2,0
Area dell'euro	-3,9	-3,6	66	-2,8	-2,1	78	0,8
Giappone	-3,1	-3,2	89	-6,1	-5,9	158	6,8
Economie emergenti ⁵	-3,0 ⁶	...	44 ⁶	-2,5	...	47	...

¹ Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL. ² Saldo finanziario depurato degli effetti del ciclo, in percentuale del PIL potenziale. ³ Variazione in punti percentuali della posizione finanziaria necessaria a stabilizzare il debito netto nell'ipotesi di crescita nominale del PIL pari a quella potenziale. ⁴ Media ponderata di Australia, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti, in base al PIL e alle PPA del 2000. ⁵ Media ponderata delle 24 maggiori economie di mercato emergenti, in base al PIL e alle PPA del 2000. ⁶ 1998-2003.

Fonti: FMI; OCSE; Institute of International Finance (IIF); JPMorgan Chase; elaborazioni BRI. Tabella II.7

La crescita dei deficit di bilancio nei principali paesi industriali ha origini diverse, ma essenzialmente di ordine strutturale (tabella II.7). Negli Stati Uniti essa deriva soprattutto dai tagli di imposta e dagli aumenti della spesa militare e per la sicurezza decisi in questi ultimi anni; nel 2004 il disavanzo federale è stato inferiore al previsto grazie all'accresciuto gettito generato dalla crescita economica e all'abbattimento delle spese non collegate alla difesa. Crescita più elevata e contenimento delle uscite hanno parimenti condotto a una riduzione del disavanzo in Giappone, sebbene restino da affrontare le conseguenze degli ampi squilibri di bilancio ereditati dagli anni novanta. Anche nell'area dell'euro il saldo negativo di bilancio è perlopiù strutturale. Nonostante il calo della componente ciclica del deficit rispetto al 2003, quasi la metà dei membri dell'unione monetaria non è riuscita a rispettare i criteri fissati dal Patto di stabilità e crescita (in alcuni casi per il terzo anno consecutivo).

I disavanzi sono perlopiù strutturali

Conti pubblici: evoluzione recente ¹						
	Saldo finanziario			Debito pubblico		
	2003	2004	Variazione cumulativa 2001-2004 ²	Netto	Lordo	
				2004	2004	Variazione cumulativa 2001-2004 ²
Stati Uniti	-4,6	-4,3	-5,9	44	64	5
Area dell'euro	-2,8	-2,8	-2,9	53	78	1
Germania	-3,8	-3,7	-5,0	55	70	9
Francia	-4,1	-3,7	-2,3	46	73	7
Italia	-3,0	-3,0	-2,3	96	119	-6
Giappone	-7,7	-6,1	1,4	84	158	24
Regno Unito	-3,4	-3,4	-7,2	36	44	-2
Canada	0,6	1,3	-1,6	31	70	-11
Australia	0,8	0,8	-0,1	2	21	-5

¹ Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL. ² In punti percentuali.

Fonti: FMI; OCSE. Tabella II.8

Conti pubblici: proiezioni a medio termine ¹								
	Saldo finanziario			Saldo strutturale ²		Debito lordo		
	2005	2006	Variazione rispetto al 2004 ³	2005	2006	2005	2006	Variazione rispetto al 2004 ³
Stati Uniti	-4,2	-4,1	2,0 (2010)	-4,2	-4,1	66	68	-6 (2010)
Area dell'euro	-2,6	-2,4	0,4 (2006)	-1,9	-1,9	79	79	0 (2006)
Germania	-3,3	-2,6	2,2 (2007)	-2,0	-1,7	73	74	2 (2007)
Francia	-3,1	-2,9	1,7 (2008)	-2,7	-2,8	74	74	1 (2008)
Italia	-3,9	-4,3	2,0 (2008)	-3,5	-4,2	119	119	8 (2008)
Giappone	-6,4	-5,7	1,9 (2008)	-6,2	-5,7	161	164	-10 (2008)
Regno Unito	-3,2	-3,2	1,4 (2010)	-3,3	-3,3	47	49	-3 ⁴ (2010)
Canada	1,3	1,1	0,2 (2008)	1,3	1,0	66	62	14 ⁴ (2008)
Australia	0,4	0,3	-0,2 (2007)	0,6	0,6	18	18	4 ⁴ (2007)

¹ Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL. ² Saldo finanziario depurato degli effetti del ciclo, in percentuale del PIL potenziale. ³ Variazione in punti percentuali fra l'anno indicato tra parentesi e il risultato del 2004. Un dato positivo indica rispettivamente un calo del disavanzo/aumento dell'avanzo e un calo del debito lordo. ⁴ Debito netto.

Fonti: FMI; OCSE; statistiche nazionali. Tabella II.9

Scarso margine per ulteriori allentamenti della politica di bilancio

La politica fiscale espansiva degli ultimi anni lascia dunque a molti paesi uno scarso margine di manovra per ulteriori allentamenti. In realtà, nell'area dell'euro l'esigenza di un risanamento dei conti pubblici viene ora a coincidere con una più debole attività economica. Negli Stati Uniti la forte crescita del prodotto e l'entità dello squilibrio esterno di parte corrente rendono al tempo stesso più facile e più desiderabile una riduzione del deficit di bilancio.

Restano generici gli obiettivi di riduzione del disavanzo

In tale contesto, numerosi piani sono stati annunciati da paesi industriali per ridurre il disavanzo entro la fine del decennio (tabella II.9). L'Amministrazione USA si è impegnata a ricondurre il deficit al disotto del 2% del PIL entro il 2010. In Giappone le autorità mirano a conseguire un avanzo primario (al netto della previdenza sociale) per l'inizio del prossimo decennio e a stabilizzare in pari tempo il debito pubblico lordo intorno al 150% del prodotto. I paesi dell'area dell'euro con deboli posizioni di bilancio si adopereranno per ridurre dell'1/2% l'anno il rapporto deficit/PIL fino al 2007. Nella gran parte dei casi, tuttavia, devono essere ancora formalizzati gli specifici provvedimenti necessari al conseguimento di questi obiettivi.

Opzioni disponibili per il risanamento delle finanze pubbliche

Cresce l'interesse per le riforme fiscali e per l'aliquota unica

Di recente le riforme tributarie sono tornate a far parte delle priorità di politica economica, anche grazie al successo dimostrato dalle iniziative già avviate in tal senso in Irlanda e Regno Unito. Hanno richiamato l'attenzione anche i sistemi sperimentali di imposizione a tasso unificato di recente introdotti in Slovacchia – dove è stata adottata l'aliquota unica del 19% per l'IVA e le imposte sul reddito delle persone fisiche e giuridiche – e in altri PECO. La più serrata concorrenza internazionale e la possibile delocalizzazione dei processi produttivi restringono il futuro margine di manovra per un aumento delle imposte dirette, soprattutto nel caso delle imprese. In tale situazione, il ricorso all'imposizione indiretta potrebbe apparire sempre più attraente.

I tagli alla spesa pubblica corrente e alla previdenza sociale (escluse le pensioni) sono rimasti in secondo piano nelle recenti proposte di riforma. Nell'area dell'euro è stata l'alta disoccupazione a costituire il vincolo principale. Laddove sono state avviate riforme negli ambiti dei sussidi alla disoccupazione e del finanziamento del sistema sanitario (come ad esempio in Germania), le autorità hanno incontrato notevoli difficoltà.

Poche modifiche ai programmi di spesa ...

Vari paesi hanno intrapreso la riforma dei sistemi previdenziali. Nel 2004 il Giappone ha approvato un programma che prevede la graduale riduzione delle prestazioni pensionistiche e l'innalzamento dei contributi individuali, nonché trasferimenti governativi al sistema previdenziale (finanziati forse con un aumento dell'imposizione); scopo ultimo di queste modifiche è quello di ridurre il disavanzo di lungo periodo del sistema. In Italia la riforma pensionistica – varata anch'essa lo scorso anno – innalzerà l'età del pensionamento effettivo a partire dal 2008, consentendo ai lavoratori di integrare la pensione obbligatoria mediante il versamento di contributi complementari in fondi pensione privati. L'Amministrazione USA ha parimenti annunciato, nel quadro del bilancio previsionale per il 2005, il progetto di istituire piani pensionistici volontari. Oltre ad avere abbassato il rapporto fra prestazioni pensionistiche e retribuzioni medie, la Germania ha rapportato all'indice di dipendenza degli anziani il livello delle erogazioni a titolo di pensione.

... ma sono state avviate riforme pensionistiche

Le pressioni provenienti dai mercati dei titoli pubblici sono destinate a svolgere un ruolo rilevante negli incentivi per l'attuazione dei piani di risanamento fiscale. L'esiguità del premio al rischio richiesto dai mercati finanziari per gli squilibri di bilancio correnti e prospettici nei principali paesi industriali è sorprendente. Nell'area dell'euro, ad esempio, nonostante taluni declassamenti di rating, gli elevati livelli del disavanzo e del debito hanno finora inciso in misura solo limitata sui tassi di interesse reali e sui differenziali dei prestiti sovrani. A spiegazione di ciò potrebbe esservi il fatto che i successi riportati a metà degli anni novanta nella riduzione del deficit abbiano conferito credibilità ai recenti propositi ufficiali di riordino dei conti pubblici. Gli investitori potrebbero inoltre ritenere che i rischi derivanti dagli attuali disavanzi di bilancio non siano poi così elevati, forse perché la generale tendenza alla deregolamentazione e alla privatizzazione potrebbe verosimilmente ridurre il ruolo dei governi e l'entità della spesa pubblica nel lungo periodo. Altre ipotesi fanno rilevare le favorevoli condizioni di finanziamento di cui hanno goduto i mutuatari, non solo quelli pubblici (Capitolo VI).

La disciplina di mercato potrebbe incentivare il risanamento dei conti pubblici

Un ulteriore incentivo, specie per i grandi paesi dell'area dell'euro e per il Giappone, potrebbe derivare dalle evidenze secondo cui in passato il consolidamento dei conti pubblici ha talvolta mostrato una correlazione positiva con la crescita economica. Se si ritiene che il risanamento comporti una riduzione permanente della spesa e del debito nel bilancio statale, si potrebbero creare aspettative di un abbassamento futuro delle imposte e dei tassi di interesse a lungo termine. Di fatto, circa la metà delle manovre restrittive attuate nei paesi della UE a 15 a partire dagli anni settanta si è accompagnata a un aumento della crescita. Gli esempi più spesso evocati a questo riguardo sono quelli di Danimarca e Irlanda nella seconda metà degli anni ottanta e quello della Spagna dieci anni dopo. Vero è che l'effetto

Il risanamento può avere effetti espansivi?

espansionistico prodottosi in quelle occasioni è stato in buona parte attribuito al fatto che gli inasprimenti coincisero con un allentamento della politica monetaria e con il contestuale deprezzamento del cambio reale. Inoltre, i costi della raccolta erano allora onerosi, il che rendeva possibili ingenti guadagni dalla riduzione dei tassi di interesse e dei premi per il rischio paese. All'opposto, oggi i tassi di interesse si collocano su livelli molto bassi. Ciò nonostante, correzioni di bilancio volte a ridurre le inefficienze nei tradizionali programmi di assistenza sociale possono senz'altro segnalare l'impegno a contenere la spesa pubblica in futuro, producendo un impatto positivo sulle aspettative.

Il risanamento può concorrere a moderare la domanda aggregata

L'azione di risanamento dovrebbe essere più agevole nei casi in cui l'ampliamento degli squilibri di bilancio ha coinciso con un periodo di forte crescita. Una combinazione di imposte più alte e minore spesa pubblica contribuirebbe sia a ridurre il disavanzo sia a moderare la domanda aggregata. Negli Stati Uniti il riequilibrio dei conti pubblici consentirebbe altresì di abbassare l'ingente deficit esterno di parte corrente.

La disciplina di bilancio potrebbe favorire il riequilibrio, ma è essenziale la sua osservanza

Gli incentivi al risanamento potrebbero inoltre essere rafforzati dall'adozione di regole di disciplina fiscale. Laddove le manovre di bilancio nazionali sono rigorosamente inserite in uno schema di medio periodo, è più probabile che si rispettino gli obiettivi prefissati. Molti paesi della UE hanno indubbiamente attuato incisive correzioni nei conti pubblici per conformarsi ai criteri di convergenza del Trattato di Maastricht e al Patto di stabilità e crescita. La disciplina di bilancio è stata altresì impiegata con successo da varie economie, anche emergenti, al fine di regolamentare le politiche fiscali ai diversi livelli dell'amministrazione. Per segnalare il rinnovato impegno a favore della disciplina di bilancio, negli Stati Uniti si è recentemente proposta la reintroduzione di norme simili al *Budget Enforcement Act*. Tuttavia, le recenti difficoltà emerse in connessione con il Patto di stabilità e crescita indicano che anche una regolamentazione formale delle politiche di bilancio potrebbe non risultare efficace in assenza di un esplicito impegno alla sua osservanza.

L'invecchiamento della popolazione pone un'importante sfida a lungo termine

La principale spinta ai programmi di riforma fiscale nel lungo periodo proverrà forse dalle sfide connesse con l'invecchiamento della popolazione. Nei prossimi dieci anni la generazione del *baby boom* comincerà a raggiungere l'età pensionabile; ciò è destinato a incidere in misura crescente non solo sugli schemi previdenziali, ma anche sul servizio sanitario nazionale. Pur tenendo conto dell'impatto degli esistenti provvedimenti volti a ridurre il livello delle prestazioni future, in base alle proiezioni la spesa pensionistica e sanitaria nei paesi dell'OCSE aumenterà in media di quasi il 7% del PIL nei prossimi quarant'anni. Ulteriori misure di politica si renderanno pertanto sempre più impellenti.

III. Le economie di mercato emergenti

Aspetti salienti

Tutte le principali regioni emergenti hanno registrato una crescita eccezionalmente sostenuta nell'ultimo anno (tabella III.1). I già vivaci ritmi di espansione osservati nel 2003 sono stati superati e si è potuto osservare un migliore equilibrio fra domanda interna ed estera. In effetti, le condizioni globali hanno continuato a essere eccezionalmente favorevoli sia per le esportazioni di queste economie che per gli afflussi di capitali. La fiducia di consumatori e investitori è aumentata fortemente in tutta l'area emergente. A seguito dei

Crescita del prodotto e inflazione ¹								
	PIL reale				Prezzi al consumo ^{2, 3}			
	Media 1995-2003	2004	2005		Media 1995-2003	2004	2005	
			Primo trimestre	Previsione			Primo trimestre	Previsione
Asia ⁴	6,6	7,8	7,3	7,2	4,2	4,4	3,7	3,9
Cina	8,5	9,5	9,5	8,9	3,0	3,9	2,8	3,2
Corea	5,1	4,6	2,7	4,0	3,9	3,6	3,2	3,2
India	5,9	7,1	6,7	7,1 ⁵	5,2	6,7	5,1	5,6 ⁵
Altri paesi asiatici ^{4, 6}	3,6	6,0	4,7	4,8	5,8	3,4	4,3	4,2
America latina ^{4, 7}	2,0	5,9	4,3	4,3	11,2	6,6	6,6	6,3
Argentina	0,4	9,1	8,3	6,8	4,8	6,1	9,1	10,0
Brasile	2,1	5,2	3,8	3,6	9,3	7,5	7,5	6,5
Messico	2,5	4,4	2,4	3,9	16,6	5,2	4,4	4,0
Europa centrale ^{4, 8}	3,7	4,8	3,3	4,0	10,2	3,9	3,1	2,4
Russia	2,4	7,1	6,0	5,8	49,5	10,2	12,9	11,6
Turchia	3,7	8,9	0,1	5,7	64,9	10,6	8,6	8,0
Africa	3,7	5,1	...	5,0	15,6	7,7	...	7,7
Medio Oriente	4,1	5,5	...	5,0	9,2	8,3	...	8,6
Totale ^{4, 9}	5,2	7,2	6,2	6,3	9,4	5,4	5,0	5,0
<i>Per memoria: G7</i>	<i>2,4</i>	<i>3,2</i>	<i>2,5</i>	<i>2,3</i>	<i>1,9</i>	<i>2,0</i>	<i>2,2</i>	<i>2,0</i>

Nota: le previsioni e la maggior parte dei dati sul PIL per il primo trimestre 2005 sono basate sulle previsioni di Consensus Economics pubblicate in maggio, JPMorgan Chase e sul *World Economic Outlook* dell'FMI.

¹ Variazioni medie annue, in percentuale. ² Per l'America latina, valori di fine periodo. ³ Per l'India, prezzi all'ingrosso. ⁴ Media ponderata dei paesi riportati in base al PIL e alle PPA del 2000. ⁵ Riferite all'esercizio finanziario iniziato in aprile. ⁶ Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ⁷ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁸ Polonia, Repubblica ceca e Ungheria. ⁹ Insieme delle economie indicate, esclusi Africa e Medio Oriente.

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

rapidi tassi di crescita molte risorse di importanza critica, quali il petrolio, sono state soggette a tensioni. Tuttavia, in netto contrasto con il passato, i rincari del greggio non hanno condotto a marcati incrementi dell'inflazione. I tassi di interesse in Asia e in altre regioni sono rimasti contenuti, anche perché le pressioni al rialzo sui cambi potrebbero aver incoraggiato un allentamento della politica monetaria più incisivo di quanto non sarebbe stato altrimenti.

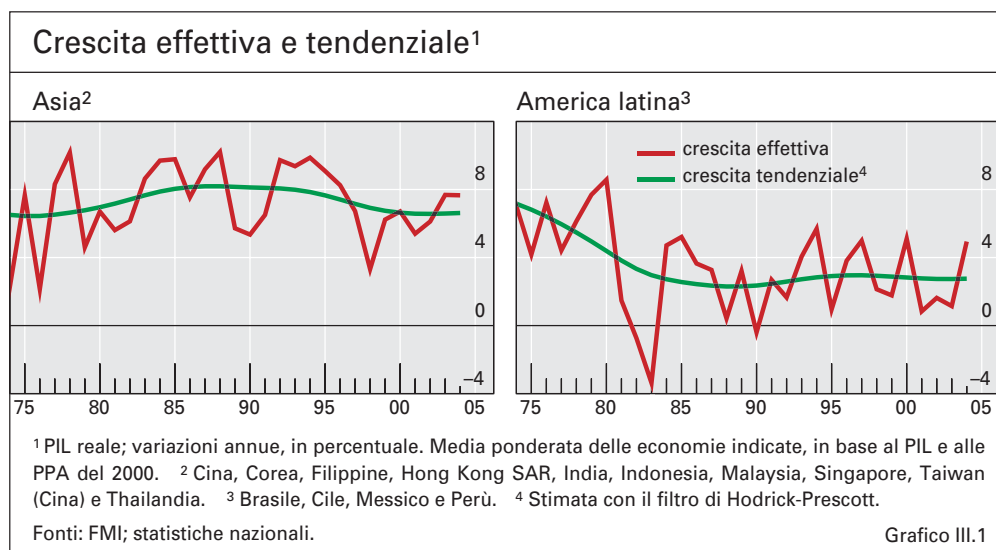
In tale contesto, si pone il quesito se i paesi emergenti siano divenuti più resistenti agli shock. Diverse considerazioni fanno propendere per una risposta affermativa. Primo, vista la crescente importanza della domanda interna, non è da escludere che l'espansione perduri anche in presenza di un indebolimento della domanda estera. Secondo, le posizioni di bilancio sono migliorate sensibilmente, anche grazie al varo di riforme legislative e allo sviluppo di mercati obbligazionari locali. Terzo, l'inflazione sembra essersi ulteriormente stabilizzata, in taluni casi di riflesso all'accresciuta credibilità delle politiche monetarie; e nella misura in cui i paesi sono oggi meno vincolati a obiettivi espliciti di cambio, risultano meno vulnerabili agli shock. Quarto, nella maggior parte delle economie dell'area la bilancia corrente si è rafforzata. Quinto, la *performance* delle banche è anch'essa migliorata.

Si tratta di progressi oggettivi, che potrebbero tuttavia derivare da fattori ciclici favorevoli. Un rallentamento globale rischierebbe ad esempio di vanificare taluni dei miglioramenti conseguiti negli ultimi tempi, così come un eventuale inasprimento monetario nelle economie industriali potrebbe frenare gli afflussi di capitali, riassorbire i recenti apprezzamenti del cambio o creare problemi di finanza pubblica. Per converso, in alcuni paesi gli attuali tassi di crescita, qualora fossero mantenuti, potrebbero innalzare le aspettative inflazionistiche. In diverse economie l'incidenza delle passività a breve sul totale del debito estero resta elevata, quantunque i cospicui livelli delle riserve valutarie ufficiali abbiano notevolmente ridotto i connessi margini di rischio. Infine, i sistemi bancari continuano a mostrare talune fragilità, e in qualche caso potranno rendersi necessari ritocchi al quadro normativo.

Sviluppi recenti

Crescita
eccezionale nel
2004 ...

L'attuale fase di espansione, iniziata sul finire del 2001, ha interessato la quasi totalità delle economie di mercato emergenti (tabella III.1). Nella maggior parte dei paesi il prodotto è aumentato lo scorso anno a ritmi sostenuti, che sembrano aver superato i tassi di crescita tendenziale degli ultimi due anni (grafico III.1). Nonostante taluni shock intervenuti di recente, come i rincari petroliferi, quest'anno la crescita media dell'area dovrebbe restare stabilmente superiore al 6%. In Asia l'espansione è stata trainata da Cina e India, ma altre economie seguono a ruota. Fra i paesi latinoamericani, Argentina, Brasile e Messico hanno segnato forti recuperi, e in diverse economie della regione la crescita effettiva ha superato quella tendenziale. In tutti i principali paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO) le prospettive per il 2005 indicano alti tassi di sviluppo, malgrado il recente rallentamento. Inoltre, lo scorso anno l'espansione ha evidenziato una ripresa in Turchia e si è mantenuta su livelli



elevati in Russia. L'attività economica ha registrato un'accelerazione anche nella gran parte dei paesi africani.

Ad alimentare la crescita delle economie di mercato emergenti nel 2004 sono intervenuti diversi fattori. In primo luogo, le condizioni della domanda globale hanno favorito in misura considerevole l'intera area, grazie soprattutto alla robusta espansione di Stati Uniti e Cina. Le esportazioni di molti paesi

... alimentata da una forte domanda globale ...

Saldi di bilancia dei pagamenti									
in miliardi di dollari USA									
	Conto corrente			Flussi netti di capitali privati ¹			Variazione delle riserve ²		
	Media 1990-96	Media 2000-03	2004	Media 1990-96	Media 2000-03	2004	Media 1990-96	Media 2000-03	2004
Asia	-10,3	120,7	184,9	47,1	2,9	148,4	43,8	141,6	363,4
Cina	5,1	29,8	68,7	20,8	30,5	110,7	12,6	62,1	206,7
Corea	-7,1	9,4	27,6	11,4	10,2	13,8	2,6	20,2	43,7
India	-4,4	1,9	-3,9	5,6	14,7	24,7	2,4	16,4	27,5
Altri paesi asiatici ³	-3,9	79,6	92,5	12,8	-52,5	-0,8	26,2	42,8	85,5
America latina ⁴	-28,6	-21,5	20,8	50,2	24,9	-5,1	16,3	9,2	21,1
Brasile	-6,0	-12,7	11,7	18,2	15,0	-3,6	7,3	3,6	3,6
Messico	-14,8	-14,9	-8,6	20,3	21,5	12,9	1,9	6,7	5,0
Europa centrale ⁵	-6,1	-15,0	-18,0	3,2	18,0	18,4	7,8	5,1	7,7
Russia	8,6	36,3	60,1	8,8	-9,8	-3,4	5,2	16,2	47,6
Turchia	-1,7	-4,1	-15,5	3,5	1,1	18,0	1,7	2,7	1,7
Sudafrica	0,5	-0,5	-7,0	1,1	2,0	9,9	-0,0	0,0	6,6
Totale⁶	-72,7	130,8	277,3	116,1	24,8	155,3	89,3	176,1	454,6
<i>Per memoria: paesi esportatori di petrolio⁷</i>	<i>-8,9⁸</i>	<i>53,2</i>	<i>120,4</i>	<i>37,3</i>	<i>-16,2</i>	<i>-18,9</i>	<i>9,5⁹</i>	<i>26,5</i>	<i>60,6</i>

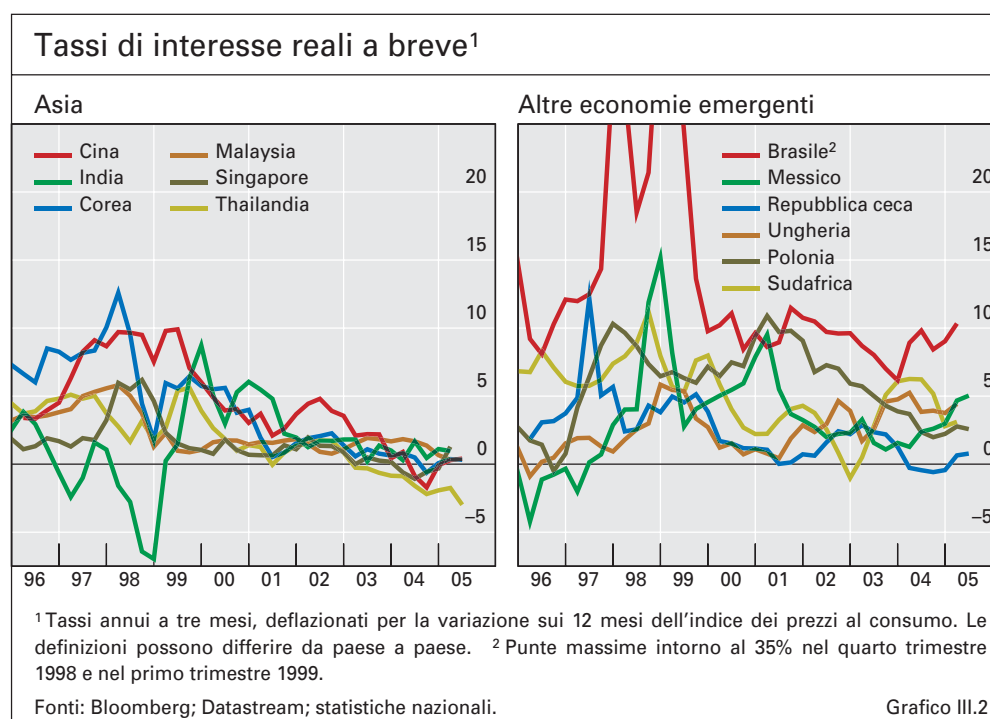
¹ Investimenti diretti e di portafoglio, derivati finanziari e altri investimenti esclusi quelli di autorità monetarie e governi. Dati parzialmente stimati. ² Un valore positivo indica un incremento. ³ Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ⁴ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁵ Polonia, Repubblica ceca e Ungheria. ⁶ Totale delle regioni e dei paesi indicati, più Arabia Saudita e Israele. ⁷ Arabia Saudita, Indonesia, Messico, Russia e Venezuela. ⁸ 1994-1996. ⁹ 1996.

Fonti: FMI; statistiche nazionali. Tabella III.2

hanno fatto registrare incrementi nell'ordine del 20-40%. In Asia, nonostante il lieve rallentamento ciclico che ha colpito i settori delle tecnologie informatiche nella seconda metà dell'anno, le esportazioni hanno continuato ad aumentare a ritmo sostenuto, di riflesso all'accresciuta domanda di prodotti non elettronici da parte di Stati Uniti e Cina. Parimenti vivace è stata la richiesta di materie prime prodotte da America latina, Russia e Sudafrica. Il vigore delle esportazioni ha contribuito a migliorare i saldi di parte corrente; nel 2004 il surplus dell'area emergente nel suo complesso ha addirittura raggiunto un nuovo record di \$277 miliardi (tabella III.2). Se tale eccedenza è in buona parte riconducibile all'Asia, diversi paesi latinoamericani hanno anch'essi registrato avanzi significativi, grazie ai quali hanno potuto ridurre il debito esterno e ricostituire lo stock di riserve. I paesi dell'Europa centrale, viceversa, hanno continuato a riportare ampi disavanzi del conto corrente.

... ingenti afflussi di capitali ...

In secondo luogo, i più robusti indicatori macroeconomici interni hanno migliorato il merito di credito di molti paesi. Interagendo con un'abbondante liquidità mondiale, ciò ha determinato un aumento dei flussi di capitali privati verso le economie emergenti. Lo scorso anno si è assistito a un significativo incremento dei fondi affluiti alla Cina, dove gli ingenti investimenti diretti effettuati dall'estero si sono accompagnati a una netta espansione di quelli di portafoglio e dei prestiti di banche commerciali; a tali dinamiche hanno forse contribuito le aspettative di un apprezzamento del renminbi. L'aumento è stato forte anche per gli investimenti diretti esteri verso Corea e India; quest'ultimo paese ha beneficiato inoltre di elevati investimenti di portafoglio. Nel 2004 i flussi di capitali al Sud-Est asiatico hanno parimenti segnato una ripresa, benché siano ancora scarsi rispetto ai livelli osservati prima delle crisi finanziarie del 1997-1998. Talune economie dell'America latina hanno rimborsato debiti sull'estero e rifinanziato a tassi più favorevoli parte delle onerose passività in



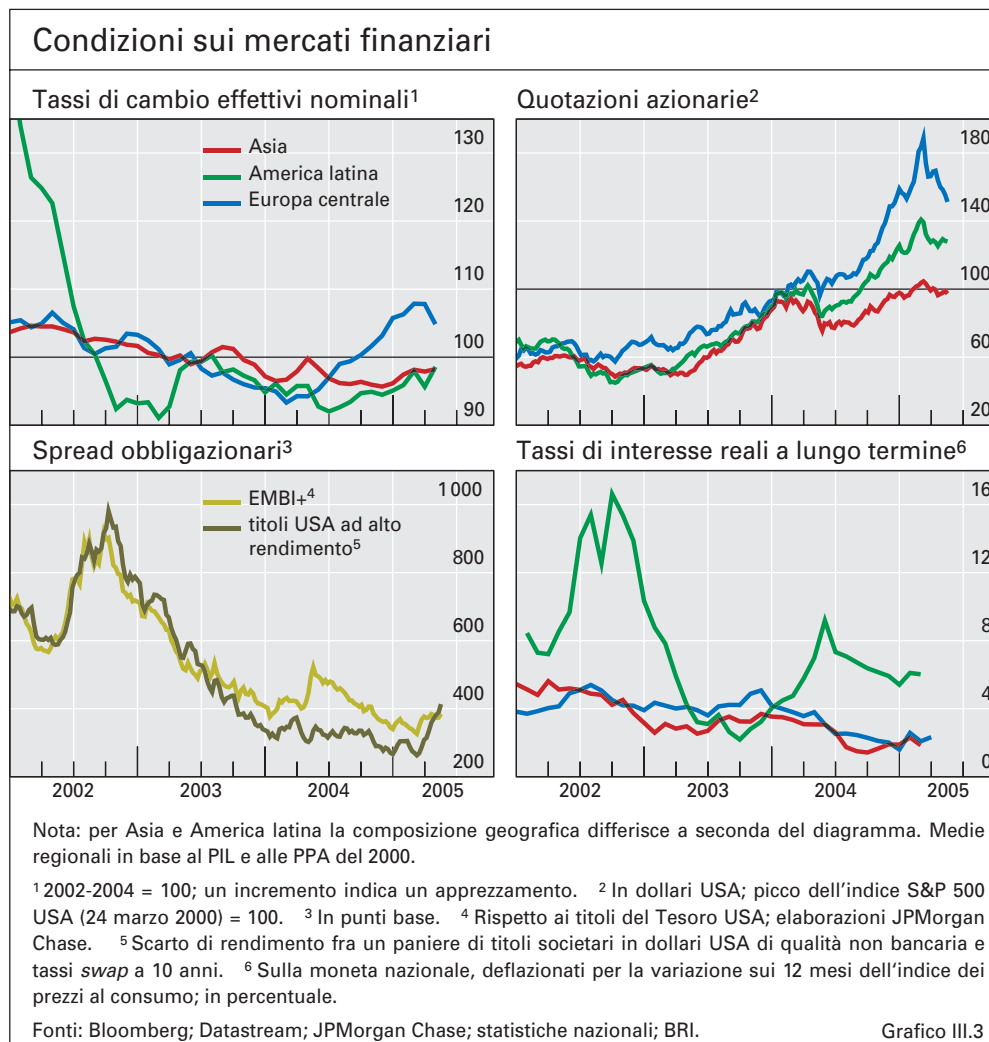
essere; nondimeno, nei principali paesi della regione i capitali netti in entrata si sono assottigliati. Gli afflussi di capitali all'Europa centrale sono rimasti sostenuti, e quelli al Sudafrica sono aumentati.

In terzo luogo, la domanda interna ha segnato recuperi in tutta l'area emergente. Malgrado gli inasprimenti attuati di recente da talune banche centrali, la politica monetaria ha continuato ad assecondare la domanda un po' ovunque, nonostante i segnali di un significativo incremento nel grado di utilizzo della capacità produttiva. Negli ultimi tre anni i tassi di interesse reali a breve termine sono stati prossimi allo zero o negativi in quasi tutti i paesi dell'Asia (grafico III.2, diagramma di sinistra). Anche in buona parte dell'America latina e nell'Europa centrale essi rimangono bassi rispetto ai parametri storici. In molti paesi – e in particolar modo quelli asiatici – le spinte al rialzo sul cambio potrebbero aver determinato tassi ufficiali inferiori a quelli che sarebbero altrimenti prevalsi, come forse testimoniano le ulteriori flessioni in termini reali dei rendimenti obbligazionari a lunga e l'aumento dei listini azionari (grafico III.3).

In Asia le più agevoli condizioni di finanziamento e la rinnovata fiducia degli investitori si sono tradotte in un aumento della spesa in conto capitale. Pur rimanendo inferiori ai livelli osservati prima delle crisi del 1997-1998, i saggi

... e una vivace domanda interna

Maggiori investimenti in Asia ...



di investimento sono aumentati in diversi paesi del Sud-Est asiatico nel 2004. In Cina, le misure di inasprimento monetario e amministrativo hanno rallentato sensibilmente la crescita nominale degli investimenti fissi. Ciò nonostante, la quota degli investimenti in beni strumentali sul PIL è ancora salita, al 51% in termini nominali, rispetto al 47% del 2003, e in taluni settori “caldi” – come quello immobiliare – l’attività di investimento è proseguita a ritmi serrati. Inoltre, le spese in conto capitale per progetti concernenti settori non interessati da surriscaldamento avrebbero registrato un balzo, anche per effetto di una diversione della domanda indotta da provvedimenti amministrativi. Secondo calcoli basati su dati macroeconomici, la redditività di taluni investimenti si è rivelata insolitamente bassa. Al tempo stesso, i consumi privati sono risaliti e le esportazioni sono rimaste vigorose.

... e ripresa della
domanda in
America latina

Nel 2004 l’America latina ha messo a segno un sorprendente recupero della domanda interna. I consumi privati sono tornati ad aumentare in Argentina, Brasile e Venezuela dopo il crollo seguito alle recenti crisi, e si sono ulteriormente rafforzati in Cile e Messico. In diversi paesi i tassi reali di crescita degli investimenti hanno oscillato fra il 10 e il 40%. Una situazione analoga è osservabile nei principali PECO, con ritmi di accelerazione compresi tra il 5 e il 10% in Polonia, Repubblica ceca e Ungheria. In Russia, nel periodo in esame la domanda interna è stata trainata principalmente dai consumi, mentre gli investimenti sono calati. In Turchia il ripristino della fiducia seguito alla recente crisi finanziaria si è accompagnato a una netta ripresa della domanda interna.

I problemi posti
dall’inflazione ...

Nondimeno, gli attuali ritmi di espansione hanno posto alle autorità problemi su diversi fronti. La forte domanda e i rincari delle materie prime lo scorso anno hanno accresciuto l’inflazione in diverse economie emergenti. In Asia, ad esempio, sebbene l’inflazione media del 2004 si sia attestata appena al disopra di quella del periodo 1995-2003, vari paesi hanno fatto registrare incrementi del costo della vita (tabella III.1). In Cina l’inflazione dei prezzi al consumo si è portata al disopra del 5% nel terzo trimestre, per poi scendere nei mesi successivi; i prezzi alla produzione, per converso, continuano a crescere a ritmo sostenuto. Situazione analoga in India: dopo aver toccato l’8% nel 2004, i prezzi sono rallentati agli inizi del corrente anno. In America latina e nei PECO l’inflazione è rimasta bassa rispetto ai parametri storici; nel primo trimestre 2005, però, l’Argentina ha visto aumentare le pressioni sui prezzi, e in aprile l’inflazione è salita anche in Brasile.

... conducono a
inasprimenti della
politica monetaria

Di conseguenza, alcuni paesi hanno dovuto inasprire l’orientamento monetario. Cina e India hanno fatto ricorso a strumenti sia diretti, innalzando gli obblighi di riserva applicati alle banche, sia indiretti, elevando i saggi ufficiali. La Thailandia ha accresciuto sensibilmente i tassi di interesse dall’agosto 2004 al fine di ridurre il rischio di pressioni inflazionistiche. Nell’aprile 2005 le Filippine e l’Indonesia hanno aumentato il costo del denaro di 25 punti base. I tassi di interesse sono saliti anche in diversi paesi latinoamericani, fra cui Brasile e Messico.

Apprezzamento del
cambio ...

Inoltre, i considerevoli avanzi di bilancia dei pagamenti hanno esercitato spinte al rialzo sulle monete dei paesi con tassi di cambio flessibili. In tutte le regioni ciò si è rispecchiato nel 2004 in più pronunciati apprezzamenti nei

confronti del dollaro (o dell'euro, per l'Europa centrale) rispetto agli anni passati. Nondimeno, come si vedrà nel Capitolo V, le autorità di gran parte delle economie asiatiche hanno continuato a intervenire sui mercati dei cambi al fine di limitare l'apprezzamento delle rispettive valute o mantenere la fissità del cambio. Di conseguenza, le riserve valutarie nell'insieme dei paesi emergenti dell'Asia sono cresciute a ritmi senza precedenti (tabella III.2). In termini effettivi nominali, pertanto, i tassi di cambio asiatici hanno perlopiù seguito a deprezzarsi durante buona parte del 2004, per poi invertire la tendenza agli inizi di quest'anno (grafico III.3, diagramma superiore di sinistra). Come notato in precedenza, l'accumulo di riserve pare essersi accompagnato a una politica monetaria meno restrittiva di quanto sarebbe stato altrimenti opportuno.

All'acuirsi delle pressioni inflazionistiche potrebbe rendersi necessaria un'inversione di tale orientamento accomodante. Fra l'altro, la rapida crescita del credito alle famiglie osservata lo scorso anno in molti paesi, unitamente a un rincaro dei prezzi immobiliari (si veda oltre), potrebbe indurre le banche centrali ad accelerare la stretta monetaria. E non è da escludere un ripensamento delle politiche di intervento. I crescenti costi di detenzione delle riserve comportano oneri di natura fiscale – e forse perdite di bilancio, qualora si rendesse inevitabile un apprezzamento delle valute. La percezione degli operatori secondo cui tali massicci interventi sul mercato dei cambi potrebbero non essere sostenibili rischia inoltre di provocare ingenti afflussi speculativi a breve termine. Verso la fine del 2004, per citare due esempi, i capitali affluiti al mercato azionario indiano sarebbero aumentati bruscamente, e le aspettative di un apprezzamento della valuta avrebbero indotto i residenti coreani a rimpatriare fondi investiti all'estero.

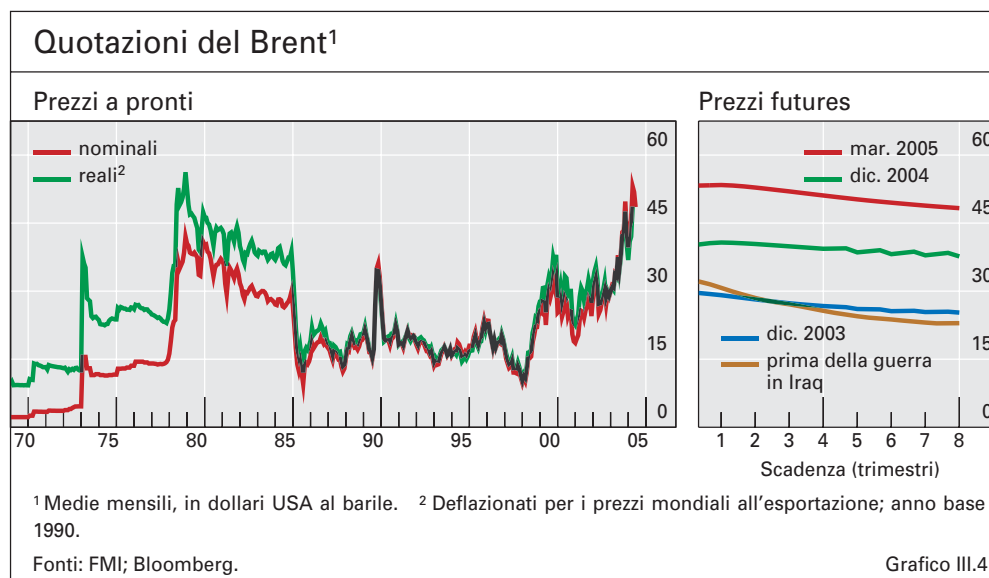
... con vincoli sugli interventi

Alti prezzi delle materie prime: cause ed effetti

Le dinamiche dei prezzi delle materie prime hanno esercitato un influsso importante sulle economie emergenti. Dagli inizi del 2002 i corsi petroliferi sono cresciuti del 150% in termini di dollari USA. L'aumento è stato particolarmente pronunciato nel 2004, quando i prezzi del greggio hanno segnato a più riprese nuovi massimi storici, prima di tornare a scendere a metà marzo di quest'anno (grafico III.4). Nondimeno, in termini reali essi restano al disotto dei livelli osservati durante la seconda crisi petrolifera del 1979. Anche le quotazioni reali dei metalli hanno segnato un netto recupero rispetto ai minimi degli ultimi anni novanta, benché i loro livelli attuali non superino quelli toccati agli inizi del decennio scorso (grafico III.5, diagramma di sinistra). I prezzi di importanti input industriali, quali rame, piombo e carbone, che erano aumentati in misura modesta nel 2003, sono in rapida ascesa dai primi mesi del 2004.

A determinare l'andamento dei prezzi delle materie prime hanno contribuito diversi fattori comuni. La forte espansione mondiale del settore manifatturiero ha innalzato la domanda di input primari e, date le basse elasticità dell'offerta nel breve periodo, ha fatto lievitare i prezzi. Per ciò che concerne i corsi petroliferi, fondamentale è stata la sempre maggiore

L'eccezionale domanda di petrolio ...



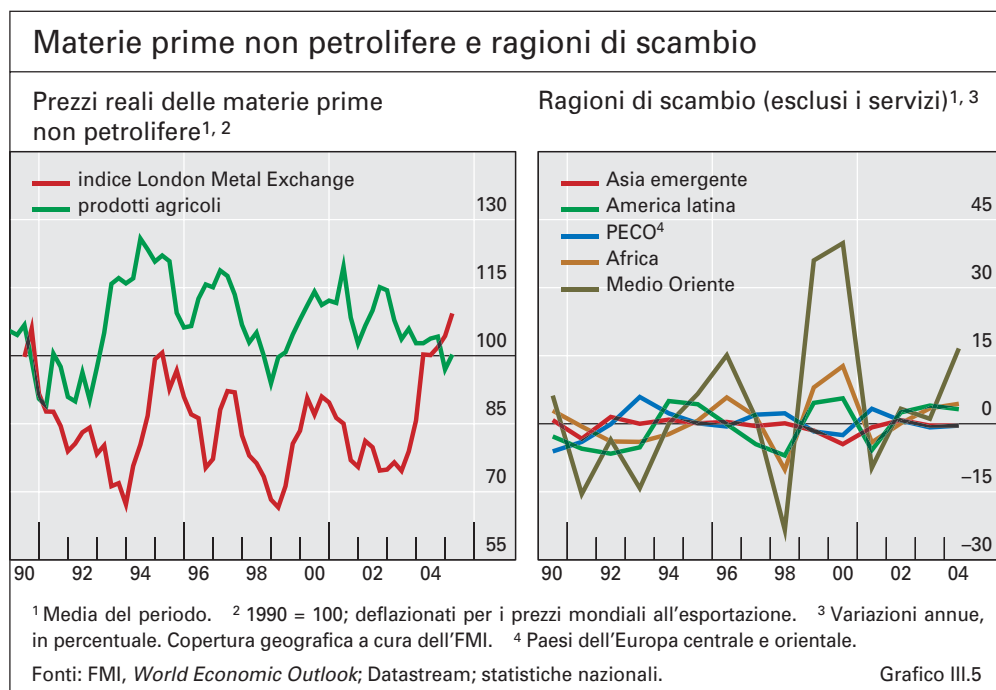
concentrazione della crescita globale nelle economie asiatiche ad alto consumo di petrolio. Così, la crescita della domanda mondiale di greggio è accelerata da meno dell'1% nel 2002 al 3½% nel 2004. Circa un terzo dell'aumento dello scorso anno è riconducibile alla Cina, e un ulteriore 17% ad altre economie dell'Asia.

... e rigidi vincoli dal lato dell'offerta ...

Al tempo stesso, malgrado l'aumentata produzione dei paesi non aderenti all'OPEC, l'offerta mondiale di greggio si è progressivamente fatta più scarsa, di riflesso a un lungo periodo di bassi investimenti nel settore petrolifero. La capacità inutilizzata dell'OPEC (escluso l'Iraq) è scesa negli ultimi mesi a livelli bassissimi, toccando 1-2 milioni di barili al giorno, il 2% circa dell'offerta mondiale. Le condizioni di mercato tese hanno esacerbato la reazione dei corsi petroliferi a recenti fattori avversi, quali le crescenti incertezze circa l'offerta dal Medio Oriente e le ricorrenti difficoltà di produzione nei paesi non appartenenti all'OPEC. Ad ampliare ulteriormente il differenziale di prezzo fra petrolio leggero e pesante hanno altresì concorso i temporanei vincoli a livello di trasformazione del greggio più pesante in carburante per mezzi di trasporto. Tra il 2003 e metà ottobre 2004 lo scarto fra i corsi *benchmark* del Brent (leggero) e del Dubai (pesante) è aumentato da meno di \$3 a circa \$14 il barile, per poi tornare a piegare decisamente verso il basso nei mesi più recenti.

... potrebbero comportare un cambiamento di fondo nelle prospettive di prezzo

Le aspettative secondo cui i corsi petroliferi rimarranno elevati a medio termine hanno parimenti prodotto un forte impatto. Nella fase iniziale del ciclo, quando i prezzi a pronti del greggio erano stati spinti verso l'alto, quelli dei *futures* erano cresciuti meno rapidamente, o addirittura calati, nell'aspettativa che lo shock si rivelasse momentaneo. Ad esempio, nel febbraio 2003 il prezzo a pronti del Brent superava del 27% il prezzo a un anno. Per contro, negli ultimi mesi le quotazioni a pronti e a termine hanno avuto la tendenza a muoversi in sincronia. Lo spostamento verso l'alto delle curve dei *futures* lungo l'intera gamma di scadenze dagli inizi del 2003 (grafico III.4, diagramma di destra) sta a indicare un mutamento nelle prospettive di fondo circa il livello dei corsi petroliferi.



Un altro fattore è stato il ruolo svolto dagli attuali bassi livelli dei tassi di interesse reali. In presenza di rendimenti costantemente bassi o decrescenti sulle attività finanziarie e di un aumento nel “valore di scarsità” del petrolio, taluni investitori non commerciali sono stati sempre più attratti dai mercati delle materie prime. L'accresciuto impiego di queste ultime a fini di copertura contro futuri deprezzamenti del dollaro potrebbe aver accentuato tale tendenza. La crescente importanza di questa classe di investitori è testimoniata anche dal forte aumento registrato di recente nelle loro posizioni in contratti *futures* su petrolio. Basti pensare che le posizioni lunghe al New York Mercantile Exchange – il principale mercato *futures* del greggio – si sono più che triplicate tra il gennaio 2002 e il marzo 2005, e che la quota degli investitori non commerciali è aumentata da circa un quarto a due quinti (Capitolo VI).

Il considerevole aumento dei prezzi ha migliorato le ragioni di scambio nella maggior parte dei paesi esportatori di materie prime (grafico III.5, diagramma di destra). Si stima che lo scorso anno i rincari petroliferi abbiano fruttato ai paesi esportatori di greggio una somma superiore all'8% del loro prodotto interno lordo. Anche per i principali paesi esportatori di materie prime non petrolifere – quali Brasile e Cile – i proventi sono stati considerevoli. In Cile, ad esempio, gli introiti per le vendite di rame sono aumentati nel 2004 di oltre l'80%. Anche diverse economie africane hanno realizzato guadagni significativi dalle esportazioni di prodotti primari.

In passato, segnatamente durante il secondo shock petrolifero nel 1979, le economie esportatrici di petrolio avevano incontrato difficoltà nel gestire i proventi straordinari ottenuti dalle vendite di greggio. Nel convincimento che questi ultimi fossero permanenti, molti paesi avevano incrementato la spesa pubblica strutturale. Allorché emerse la natura temporanea di tali introiti, cominciarono a manifestarsi squilibri di finanza pubblica. Ad aggravare la situazione intervennero a più riprese l'apprezzamento delle valute e una

Miglioramenti nelle ragioni di scambio per gli esportatori ...

perdita di competitività. Quando poi durante gli anni ottanta i corsi petroliferi subirono un crollo, numerosi paesi esportatori finirono col trovarsi in difficoltà.

... gestiti meglio
che in passato

Durante il ciclo attuale, tuttavia, diversi paesi esportatori sembrano aver gestito in maniera migliore gli introiti straordinari derivanti dai rincari delle materie prime. Una ragione di ciò risiede negli strumenti (come i fondi di stabilizzazione) e nelle specifiche regole di bilancio di cui molti paesi si sono dotati per far fronte alla volatilità del gettito fiscale. Lo scorso anno, ad esempio, il Messico ha trasferito all'apposito fondo di stabilizzazione istituito nel 2000 entrate petrolifere in eccesso per \$1 miliardo, accantonando inoltre un'alta percentuale di tali introiti per futuri investimenti infrastrutturali, anche nel settore petrolifero. Nel dicembre scorso il saldo del fondo di stabilizzazione creato dall'Algeria agli inizi del 2000 era salito nettamente in rapporto al PIL. Anche la Russia ha istituito un fondo analogo nel 2004. Un secondo aspetto positivo è che molti paesi esportatori hanno impiegato buona parte dei proventi per estinguere passività in essere. In Arabia Saudita il governo dal 2002 ha ridotto di 32 punti percentuali il rapporto debito pubblico/PIL, e anche Algeria e Russia hanno abbattuto in misura significativa il debito in essere. Nella misura in cui i proventi straordinari dei fondi di stabilizzazione del petrolio sono stati investiti all'estero o impiegati per rimborsare prestiti pubblici, essi potrebbero aver anche contribuito a contenere nel breve periodo l'apprezzamento del cambio.

Nei paesi esportatori di materie prime la combinazione di una vigorosa domanda globale e di forti rincari generalizzati delle materie di base rischia di condurre a un'espansione della capacità produttiva che potrebbe in seguito rivelarsi non redditizia. L'esperienza insegna che qualora l'ampliamento dell'offerta dovesse sopravvenire dopo che la domanda ha iniziato a flettere, l'inversione dei prezzi potrebbe essere brusca e pronunciata. Le crescenti interrelazioni tra mercati finanziari e mercati delle materie prime potrebbero acuire ulteriormente le volatilità di prezzo. Siffatte considerazioni spiegano in parte perché gli investimenti nei settori della produzione di materie prime sono rimasti modesti, nonostante i maggiori profitti.

Gli effetti dei rincari
petroliferi ...

Nei paesi importatori di greggio, per converso, i più alti prezzi petroliferi aumentano l'inflazione e riducono la domanda aggregata. L'Asia tende a essere colpita in modo particolarmente severo a causa della sua elevata dipendenza dalle importazioni di petrolio e della maggiore incidenza di tale input sul prodotto (tabella III.3). Stime dell'Agenzia internazionale per l'energia indicano che un rincaro protratto di \$10 il barile potrebbe indurre un calo nella crescita del PIL asiatico di quasi 1 punto percentuale un anno dopo lo shock, nonché un aumento dell'inflazione di 1½ punti.

... sono limitati

Per la maggior parte dei paesi emergenti importatori gli effetti dei rincari petroliferi sul prodotto sembrano essere rimasti finora modesti. In parte ciò è dovuto al fatto che la forte domanda globale e la generalizzata ascesa nei prezzi delle esportazioni asiatiche hanno limitato gli effetti negativi sulle ragioni di scambio. Ad esempio, i prezzi delle esportazioni delle economie asiatiche sono aumentati di oltre il 7% negli ultimi due anni, contro un calo di circa l'1% nel 2000-2002.

Incidenza del petrolio						
	Importazioni nette ¹			Consumi ²		
	1995	2000	2003	1995	2000	2003
Asia	1,1	2,2	2,2	0,15	0,15	0,14 ³
Cina	0,2	1,3	1,5	0,18	0,17	0,15
Corea	2,4	4,2	3,8	0,14	0,12	0,11
India	1,9	3,1	2,8	0,16	0,16	0,15 ³
Altri paesi asiatici ⁴	0,6	1,5	1,9	0,14	0,15	0,15 ³
America latina ⁵	-1,2	-2,1	-2,4	0,12	0,12	0,12 ³
Europa centrale ⁶	1,5	2,0	1,4	0,10	0,09	0,08 ³
Per memoria: G7	0,5	0,9	0,9	0,06	0,05	0,05

¹ Petrolio, derivati petroliferi e prodotti correlati (classificazione SITC rev. 3), in percentuale del PIL nominale. Valori negativi indicano che le esportazioni superano le importazioni. ² Barili per unità di PIL a prezzi e a tassi di cambio del dollaro USA del 1995. ³ 2002. ⁴ Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. ⁵ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁶ Polonia, Repubblica ceca e Ungheria.

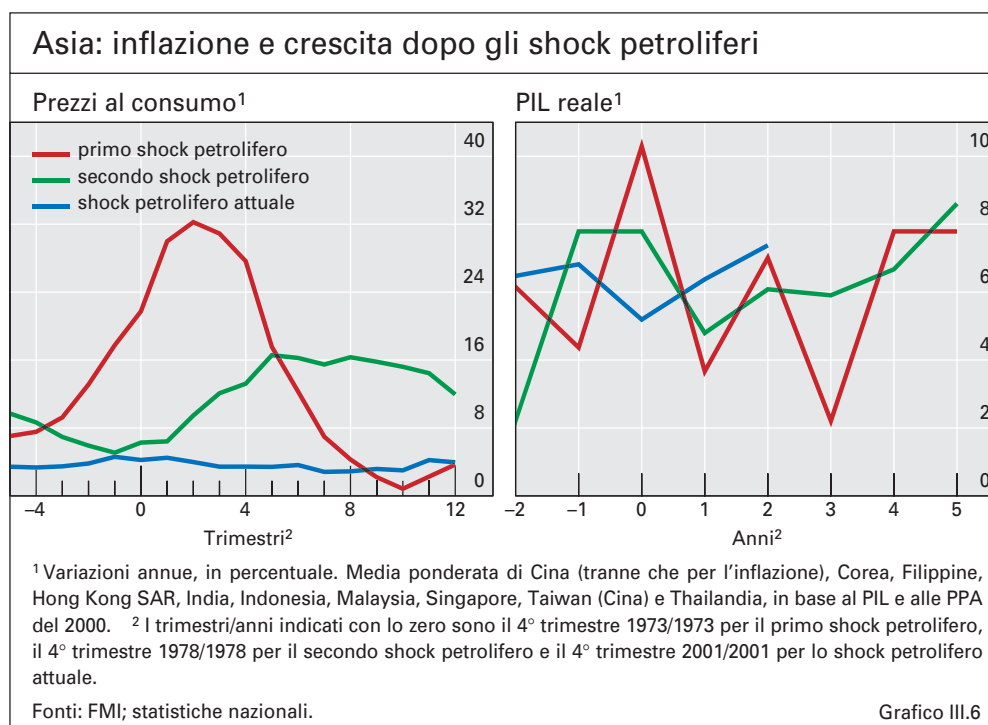
Fonti: OMC; ONU, *Commodity Trade Statistics*; Energy Information Administration USA; statistiche nazionali. Tabella III.3

Indubbiamente, tali sviluppi avrebbero potuto far aumentare ancor più l'inflazione interna. Come rilevato in precedenza, sebbene l'indice generale dei prezzi sia di fatto salito in diversi paesi (anzitutto India e Filippine), l'impatto è rimasto contenuto, specie se lo si raffronta a quelli osservati in occasione delle due crisi petrolifere del 1973 e del 1979, quando le conseguenti pressioni inflazionistiche si erano estese all'intero continente (grafico III.6).

Inflazione relativamente bassa ...

Vi sono varie ragioni alla base di questo impatto moderato. Anzitutto, le diverse dinamiche del ciclo. Nei precedenti episodi l'inflazione stava già accelerando prima che i prezzi del greggio cominciassero ad aumentare sensibilmente; lo shock negativo dal lato dell'offerta coincise quindi con

... a causa della differente posizione ciclica ...



un'inflazione molto maggiore. Per converso, nella situazione attuale l'aumento delle quotazioni del greggio è intervenuto dopo diversi anni di bassa inflazione. Nella misura in cui le aspettative inflazionistiche sono meglio ancorate, ciò potrebbe aver contribuito a ridurre gli effetti indotti (si veda oltre).

... e di ingenti
sussidi petroliferi
in Asia

Secondo, diversi governi asiatici fissano per il petrolio un prezzo amministrato. In questi casi, i rincari sui prezzi interni sono stati pertanto differiti, il che si configura in pratica come un sussidio fiscale diretto. Alcuni paesi hanno anche ridotto le imposte sulle importazioni e sulle vendite di greggio per compensare in parte i maggiori prezzi internazionali. Lo scorso anno i sussidi petroliferi sono rimasti particolarmente elevati in India, Indonesia, Malaysia e Thailandia. Misure di questo tipo finiscono con l'indebolire le posizioni di bilancio, affievolire gli incentivi a limitare l'uso di greggio e acuire così la dipendenza dal petrolio. Per questo motivo negli ultimi tempi molte economie asiatiche hanno cominciato a traslare sui consumatori i rincari petroliferi. Infine, in alcuni paesi con tassi di cambio flessibili l'apprezzamento della valuta rispetto al dollaro potrebbe aver contribuito a contenere l'impatto diretto degli accresciuti prezzi del greggio.

Fattori che incidono sulla resilienza agli shock esogeni

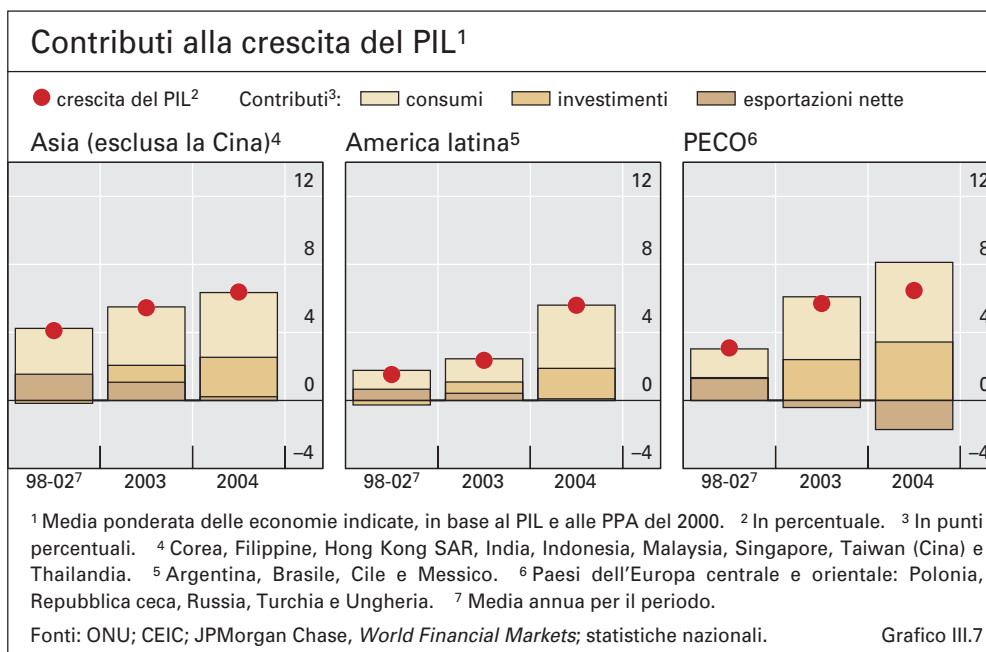
In molte economie emergenti le autorità si trovano confrontate con una struttura fiscale ancora relativamente debole, un assetto di politica monetaria più formalizzato ma tutto sommato recente, e un'alta esposizione agli shock finanziari esterni. Malgrado ciò, negli ultimi due anni sono intervenuti diversi sviluppi che potrebbero aver migliorato la resistenza di questi paesi a shock esogeni.

Ruolo dei più solidi
bilanci societari ...

Anzitutto, nell'ultimo biennio la domanda interna ha svolto un ruolo molto più importante che in passato (grafico III.7), e ciò potrebbe attenuare l'impatto sulla crescita esercitato da una brusca frenata della domanda globale; inoltre, la sostenibilità della domanda interna potrebbe essere favorita dal fatto che essa si è accompagnata a riforme strutturali volte a stimolare gli investimenti nel settore privato. In Asia la crescita ha fatto seguito a un periodo di ristrutturazioni societarie durante il quale le imprese hanno ridotto lo stock di debito e migliorato la redditività. Nel settore manifatturiero della Corea, ad esempio, il rapporto fra debito e capitale proprio è sceso da quasi il 400% a fine 1997 a circa il 100% a fine marzo 2004. In India la spesa delle imprese è stata sostenuta da risultati economici di tutto rispetto. In America latina la fiducia degli investitori è migliorata sostanzialmente dopo il varo di importanti riforme strutturali. La spesa in conto capitale di Cile e Messico, per citare due paesi, ha beneficiato di una significativa accelerazione della crescita della produttività. Per i PECO il fattore propulsivo degli ultimi anni è stato il processo di convergenza nell'Unione europea, che ha intensificato gli afflussi di capitale e favorito gli investimenti esteri nella regione.

... e della spesa
delle famiglie

Secondo, nella dinamica della domanda interna le famiglie hanno rivestito un ruolo più importante rispetto a precedenti cicli economici. In particolare, negli ultimi anni molti paesi con un insufficiente stock di abitazioni hanno registrato un forte aumento degli investimenti residenziali (grafico III.8) e della



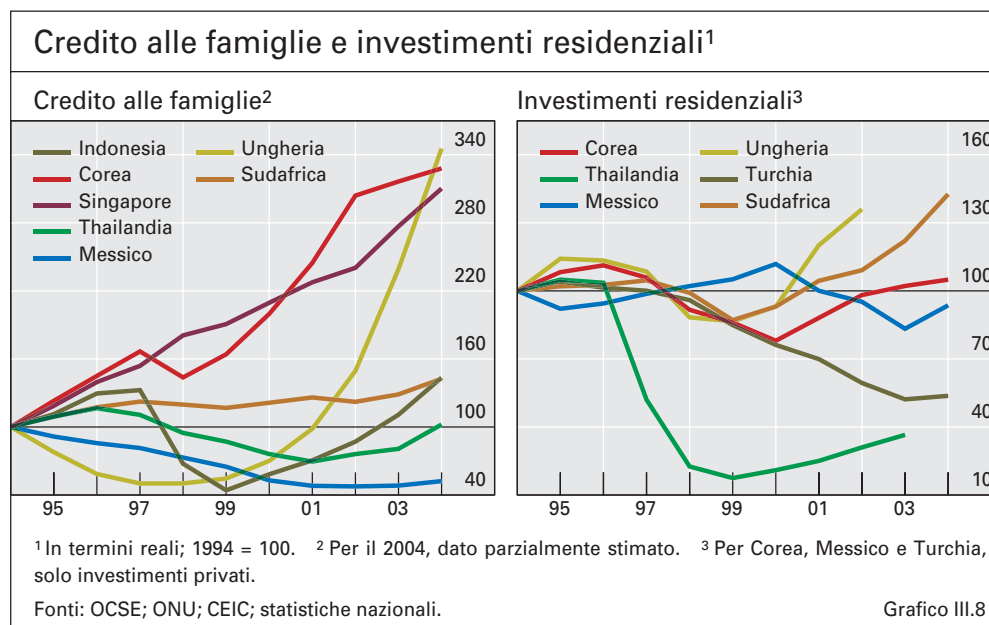
spesa in beni durevoli delle famiglie. Se da un lato i bassi tassi sui crediti ipotecari e al consumo hanno incoraggiato queste ultime a indebitarsi, dall'altro le stesse banche sono divenute più propense a concedere prestiti alle famiglie in seguito alle perdite sui prestiti alle imprese subite durante e dopo le crisi asiatiche. Fra gli altri fattori rilevanti figurano la liberalizzazione dei mercati del credito e l'accresciuta concorrenza nell'attività al dettaglio, spesso per impulso delle banche estere.

Nei paesi in cui il rapporto debito/reddito delle famiglie rimane basso e il sistema bancario è ben premunito contro le nuove tipologie di rischio connesse con le esposizioni nei settori immobiliare e delle carte di credito, i finanziamenti alle famiglie potrebbero senz'altro espandersi ulteriormente senza originare difficoltà. Inoltre, in molti casi la domanda di abitazioni e di beni di consumo durevoli sembra essere trainata da fattori di lungo periodo, quali i crescenti redditi delle famiglie, il processo di urbanizzazione e la percezione sempre più diffusa che la proprietà della casa è ormai divenuta un'opzione realistica. In India, ad esempio, siffatta tendenza è stata sostenuta dal progressivo ampliamento della fascia di popolazione a medio reddito. In parte il credito alle famiglie è di fatto finanziamento alle piccole imprese, e ciò potrebbe rispecchiare la crescente importanza del terziario. Un altro fattore che ha assunto particolare rilevanza in America latina è stato il recente calo nella volatilità dei tassi di interesse, che in passato aveva inibito lo sviluppo di un mercato dei mutui ipotecari.

Non mancano tuttavia rischi potenziali. Il primo è quello di un indebitamento eccessivo da parte delle famiglie. Un forte incremento nel rapporto debito/reddito potrebbe incidere sulla spesa futura del settore. È quanto accaduto in Corea, dove l'aggiustamento ha provocato un calo dello stock di debito in rapporto al reddito da circa il 64% nel 2002 – quando la bolla delle carte di credito aveva raggiunto il culmine – al 60% di fine 2004; dopo diversi trimestri di flessione, i consumi privati sono tornati a crescere solo nell'ultimo

La forte domanda delle famiglie è in parte strutturale ...

... ma comporta un rischio di sovra-indebitamento



scorcio del 2004. Un altro rischio è che la forte espansione del credito alle famiglie possa condurre a rialzi eccessivi delle quotazioni immobiliari. In Thailandia, ad esempio, i prezzi dei fabbricati residenziali e commerciali sono in rapida crescita dal 2003. Nel primo trimestre 2005 gli immobili in Cina aumentavano a ritmi annui prossimi al 10%, e addirittura del 20% circa a Shanghai. Da notare infine che una flessione del mercato immobiliare si ripercuoterebbe sul settore finanziario (si veda oltre).

Maggiore esposizione verso la Cina

Un terzo sviluppo è stata l'accresciuta esposizione verso la Cina. Tra il 2000 e il 2004 l'avanzo commerciale aggregato delle principali economie emergenti nei confronti di questo paese è passato da circa \$7 a 30 miliardi. Se a causa della prossimità e delle complementarità commerciali l'impatto è stato maggiore sulle economie asiatiche, esso è risultato importante anche nell'America latina. In aggiunta, la Cina ha contribuito al miglioramento delle ragioni di scambio di moltissimi esportatori di materie prime.

Nondimeno, la crescente penetrazione cinese in specifici mercati dell'export potrebbe altresì creare problemi ad altre economie emergenti. Dopo l'abolizione dei contingenti agli inizi del 2005, le esportazioni di prodotti tessili dalla Cina sono aumentate drasticamente. Da rilevare inoltre che, dati i vantaggi di costo e di produttività, la quota di esportazioni tessili sia dalla Cina che dall'India è destinata a crescere ulteriormente, sottoponendo a forti pressioni altri paesi esportatori di tali prodotti.

Minore vulnerabilità fiscale?

Diverse economie emergenti hanno ridotto lo scorso anno il rapporto deficit/PIL (tabella III.4). In Asia, ad esempio, i disavanzi medi risultano diminuiti dagli alti livelli toccati nel 2001 e 2002, quando molti paesi avevano adottato misure di stimolo fiscale per sostenere la domanda interna. Ciò nonostante, India e Filippine continuano a presentare ingenti squilibri di bilancio, e l'incidenza del debito sul PIL è in qualche caso aumentata. In Cina, sebbene i convenzionali

Saldi di bilancio, debito pubblico e debito estero ¹								
in percentuale del PIL								
	Saldo di bilancio			Debito pubblico			Debito estero totale	
	2002	2003	2004	1997	2000	2004	2000	2004
Asia ²	-4,4	-4,1	-3,5	26	41	43	27	21
Cina	-3,0	-2,5	-1,5	11	22	25	14	14
India ³	-9,5	-9,4	-9,1	59	66	78	25	19
Altri paesi ^{2, 4}	-1,8	-2,0	-1,8	25	55	45	58	41
America latina ^{2, 5}	-2,8	-2,5	-0,9	37	45	59	37	43
Argentina	-1,5	0,5	2,7	35	46	121	55	111
Brasile	-4,6	-5,1	-2,7	34	49	52	36	34
Messico	-1,2	-0,6	-0,4	47	42	44	26	21
Europa centrale ^{2, 6}	-5,2	-6,5	-4,3	40	36	45	45	42
Russia	1,3	1,5	3,0	54	56	20	67	36
Sudafrica	-0,7	-2,5	-2,1	49	44	38	28	19
Turchia	-12,6	-8,8	-3,9	53	57	81	60	53

¹ Le definizioni differiscono da paese a paese. Alcuni dati per il 2004 sono stime e proiezioni. ² Media ponderata dei paesi indicati, in base al PIL e alle PPA del 2000. ³ Per il debito pubblico, debito delle amministrazioni centrali e di quelle degli Stati federati, con esercizi finanziari iniziati in aprile. ⁴ Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. ⁵ Argentina, Brasile, Cile, Messico e Perù. ⁶ Polonia, Repubblica ceca (eccettuato il debito estero) e Ungheria.

Fonti: Banca asiatica di sviluppo; Commissione economica per l'America latina e i Caraibi (CEALC); Commissione europea, *Economic Forecasts*; FMI; Institute of International Finance (IIF); JPMorgan Chase, *Emerging Markets Debt and Fiscal Indicators*; Moody's; statistiche nazionali.

Tabella III.4

indici fiscali siano migliorati, essi non riflettono le cospicue passività eventuali derivanti dal costo effettivo e potenziale delle ristrutturazioni bancarie (si veda oltre).

Significativi miglioramenti nei conti pubblici sono stati osservati di recente in America latina, specie nei paesi esposti ai mercati internazionali dei capitali. In Argentina l'avanzo primario del governo federale è salito da poco più del 2% del PIL nel 2003 al 4% nel 2004, ben oltre l'obiettivo del 2½% concordato con l'FMI. Nel gennaio 2005 il governo ha rilanciato il programma di ristrutturazione del debito annunciato lo scorso anno; il suo buon esito avrebbe un notevole impatto sulla posizione di bilancio a medio e a lungo termine del paese. Analogamente, con un avanzo primario che nel 2004 ha superato il 4½% del PIL, il Brasile ha registrato per la prima volta nell'ultimo decennio un calo nell'incidenza del debito pubblico. I rapporti debito pubblico/PIL sono diminuiti anche in Cile, Messico e Perù, che hanno incrementato il loro avanzo primario o utilizzato parte degli introiti derivanti dai rincari delle materie prime per rimborsare passività in essere.

Bassi disavanzi di bilancio in America latina

In diversi casi è inoltre migliorata la composizione del debito, come testimonia l'accresciuto ricorso all'indebitamento interno a scapito di quello estero nei paesi fiscalmente vulnerabili. È il caso di Brasile e Messico, la cui quota di emissioni interne sul totale del debito in essere è aumentata di circa 5 punti percentuali lo scorso anno. Un ulteriore indicatore della migliorata composizione del debito è il calo registrato da taluni paesi nell'incidenza delle passività a breve sul debito interno complessivo, che ha attenuato il rischio di rifinanziamento. Inoltre, le autorità fiscali di alcune economie hanno potuto

Migliore composizione del debito

ridurre la loro esposizione al rischio valutario diminuendo la quota delle passività collegate all'andamento del cambio. È quanto accaduto ad esempio in Brasile, dove le obbligazioni indicizzate al dollaro sono scese dal 37% del debito totale interno a fine 2002 al 10% della fine dello scorso anno.

Analogamente, i conti pubblici della Turchia sono sensibilmente migliorati dopo la crisi del 2001. Nel 2004 l'avanzo primario del settore pubblico allargato è salito al 6½% del PIL, e le autorità hanno altresì ridotto la quota delle obbligazioni legate al cambio, passata dal 36% del debito totale interno di fine 2001 al 18% di fine 2004. Grazie ai progressi conseguiti sul versante fiscale, nel maggio scorso il paese ha potuto negoziare con l'FMI un nuovo programma di sostegno.

Diverso è il caso dell'Europa centrale, dove gli squilibri fiscali permangono ampi. Nel 2004 l'Ungheria ha ridotto il disavanzo al 4½% del PIL, da oltre il 7% del 2002-2003. Il deficit della Polonia è stato inferiore al previsto grazie alla forte crescita economica, ma resta elevato.

In Africa le finanze pubbliche sono in generale migliorate lo scorso anno grazie alla maggiore crescita, ai rincari delle materie prime e – in diversi casi – agli sforzi per disciplinare la gestione dei conti pubblici. Il Governo sudafricano ha seguito una politica fiscale espansiva, incrementando la spesa pubblica in infrastrutture e servizi sociali.

A giustificare l'ottimismo circa la sostenibilità dei recenti miglioramenti è l'approvazione di leggi di "responsabilità fiscale" finalizzate a rafforzare la disciplina di bilancio in vari paesi. Un esempio degno di nota è il Cile, che nel 2000 ha introdotto una norma che prevede il mantenimento di un avanzo strutturale pari all'1% del PIL. Tale norma è stata osservata sia durante le fasi di rallentamento ciclico che nei periodi di svolta ascendente. Lo scorso anno, per effetto dei rincari del rame, l'avanzo di bilancio complessivo del paese ha superato il 2% del prodotto. Analogo risultato è stato conseguito in Brasile con la legge di responsabilità fiscale varata nel 2000, che aveva stabilito obiettivi in termini di avanzo primario per ogni livello dell'amministrazione e vietato programmi strutturali di spesa privi della relativa copertura. Tale legge, che ha avuto l'effetto di separare la manovra di bilancio dai cicli elettorali, ha probabilmente accresciuto la fiducia degli investitori, contribuendo a ridurre l'elevato premio al rischio che il paese era costretto a pagare sulle passività in valuta. Leggi di responsabilità fiscale sono state di recente introdotte anche in altri paesi, fra cui Colombia, India e Perù.

Alcune considerazioni inducono tuttavia a moderare l'ottimismo riguardo alla sostenibilità del riequilibrio nei conti pubblici. Negli ultimi due anni le autorità fiscali hanno beneficiato di condizioni economiche estremamente favorevoli: mentre gli alti ritmi di crescita alimentavano il gettito tributario, i bassi tassi di interesse interni ed esteri – combinatisi con l'apprezzamento del cambio – hanno ridotto marcatamente gli oneri per il servizio del debito. Inoltre, in diversi paesi lo stock di debito è ancora troppo alto, come alta è, in alcuni casi, la quota dei prestiti a tasso variabile e a breve termine sul debito interno totale, una fonte significativa di rischio nel momento in cui cesserà l'attuale orientamento monetario accomodante. In Brasile e Turchia, ad esempio, a fine 2004 l'incidenza del debito a tasso variabile si aggirava

Sostenibilità dei miglioramenti nei conti pubblici

rispettivamente intorno al 50 e 40%. In Asia, considerati i pesanti costi connessi con il finanziamento dei sussidi petroliferi, i conti pubblici rimangono particolarmente esposti a potenziali rincari del greggio.

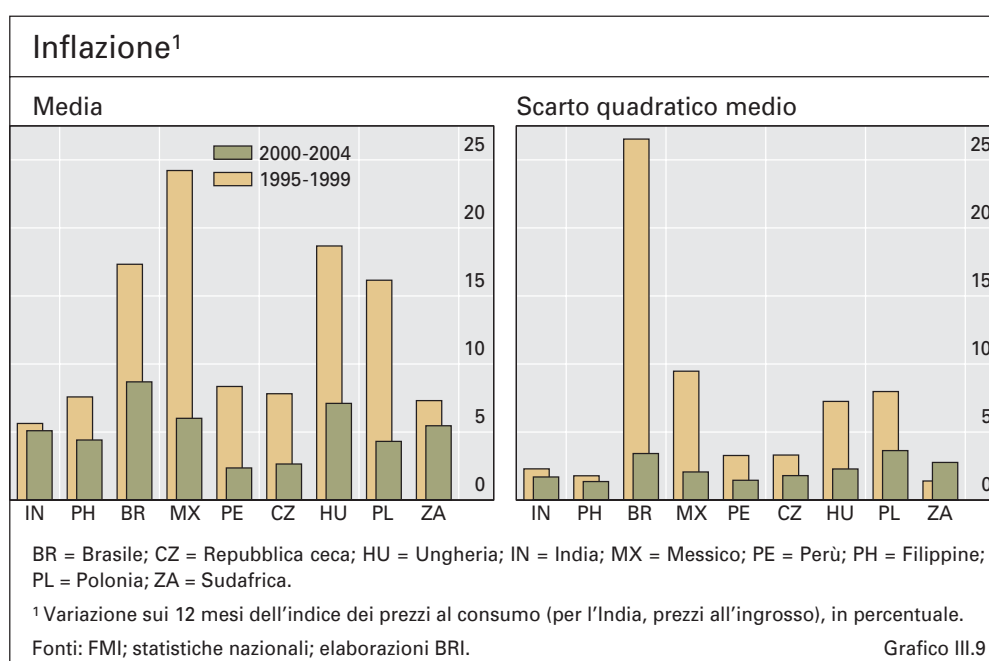
Un'inflazione più stabile?

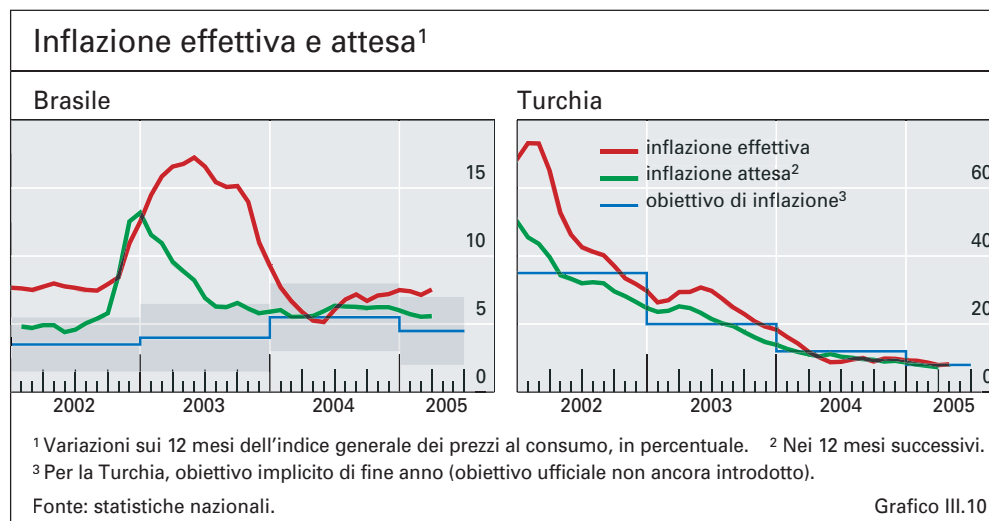
Il tasso medio di inflazione nel complesso dell'area emergente è sceso dal 13% della seconda metà degli anni novanta al 5½% nel 2000-2004. I cali più rilevanti hanno interessato i paesi con tassi di inflazione storicamente medio-alti (grafico III.9). Al tempo stesso, la variabilità dell'inflazione è calata nettamente nella quasi totalità dell'area. Nella misura in cui l'inflazione è considerata sotto controllo, ciò potrebbe accrescere la fiducia degli investitori e ridurre i premi al rischio sul debito delle economie emergenti. Un'inflazione contenuta dovrebbe inoltre fornire alle banche centrali più ampi margini di flessibilità per rispondere agli shock reali, inclusi quelli dei prezzi relativi.

Come si è visto nel Capitolo II, a portare l'inflazione su bassi livelli hanno concorso vari fattori globali: l'accresciuta contendibilità dei mercati, la ridotta trasmissione delle oscillazioni del cambio e dei prezzi delle materie prime sui prezzi finali al consumo e, in alcuni casi, i significativi guadagni di produttività. Di conseguenza, negli ultimi anni l'inflazione di fondo è rimasta bassa in molte economie emergenti (grafico II.4 del Capitolo II). Tuttavia, la più lenta progressione dei prezzi in queste economie rispecchia anche il maturare di nuovi approcci di politica monetaria, laddove le autorità hanno adottato obiettivi espliciti di inflazione o hanno comunque accresciuto il proprio impegno per il controllo dell'inflazione. Nelle 12 principali economie emergenti sinora passate a regimi formali di *inflation targeting* il tasso di inflazione è sceso mediamente al 5%, contro l'11% dei tre anni precedenti l'adozione.

I cambiamenti nei regimi monetari favoriscono un calo dell'inflazione

In vari casi le più rigorose politiche fiscali e monetarie sembrano essersi tradotte sia in una crescente credibilità delle autorità sia in un calo delle





Aumenta la credibilità delle banche centrali

aspettative inflazionistiche. Ad esempio, i tassi obbligazionari a lunga di molti paesi – specie in America latina – sono divenuti più stabili negli ultimi anni. Per giunta, le aspettative inflazionistiche appaiono diminuite in modo particolare proprio laddove erano state alte e volatili. In Brasile, una combinazione di politiche fiscali e monetarie stringenti ha riportato l'inflazione entro l'obiettivo, dopo il superamento nel 2002; inoltre, il settore privato ha reagito con prontezza abbassando sensibilmente le previsioni in materia di inflazione (grafico III.10). Un fenomeno simile è stato osservato in Turchia, che negli ultimi mesi è riuscita a stabilizzare su percentuali a una cifra sia l'inflazione effettiva che quella attesa. Nondimeno, in entrambi i casi i tassi di interesse reali restano alti, e ciò indica che il rischio inflazionistico continua a essere presente nella percezione degli operatori finanziari, sebbene le aspettative siano mediamente molto più basse.

Minore vulnerabilità esterna?

Le eccedenze di parte corrente e le riserve in valuta delle economie emergenti sono aumentate anche di riflesso a politiche macroeconomiche più responsabili ed equilibrate. I rapporti debito estero/PIL sono diminuiti (tabella III.4), insieme agli indici del servizio debitorio. In Cile, ad esempio, la banca centrale ha utilizzato riserve ufficiali per rimborsare passività in valuta sull'interno con scadenza entro l'anno. Anche la Russia si è avvalsa di parte delle sue riserve per ridurre il debito con l'FMI. La conseguenza di questi progressi è stata una serie di innalzamenti dei rating sovrani nella seconda metà del 2004.

Possibile svolta nel ciclo del credito

La principale vulnerabilità risiede forse in un'eventuale svolta del ciclo creditizio a livello internazionale, che potrebbe provocare al tempo stesso un peggioramento delle ragioni di scambio e un ampliamento degli *spread* creditizi. Un secondo ordine di problemi concerne l'incidenza del debito estero a breve su quello totale, tuttora relativamente alta in diversi paesi emergenti. Nel 2004 essa era in media dell'11% in Asia e del 13% in America latina (pari al 3 e 6% dei PIL rispettivi). Varie ragioni possono essere addotte a spiegazione di ciò: gli emittenti privati potrebbero non avere facile accesso al credito estero a lungo termine, e il finanziamento a breve potrebbe apparire più

conveniente. Inoltre, per ridurre la vulnerabilità connessa al debito estero alcuni governi paiono aver fatto maggiore affidamento sull'accumulo di riserve in valuta che non sull'allungamento delle scadenze delle proprie passività.

L'accumulo di riserve in valuta nel 2004 è stato particolarmente marcato in Asia ma risulta significativo anche in altre regioni emergenti. I connessi costi di finanziamento sono stati ridotti grazie ai tassi di interesse interni relativamente bassi. In Brasile la banca centrale si è adoperata per acquisire riserve in valuta estera in vista della decisione del governo di cessare il programma con l'FMI nel marzo 2005. In molte economie emergenti, tuttavia, l'accumulo di riserve estere supera ormai i consueti parametri di adeguatezza. A fine 2004 il rapporto fra riserve lorde e debito estero a breve si situava in quasi tutta l'area ben al disopra del valore soglia convenzionale di 1. In risposta a tale stato di cose, e in considerazione dei costi di detenzione delle riserve, il Messico ha cercato di limitarne l'accumulo: al raggiungimento di una determinata soglia, una parte dell'incremento delle riserve ufficiali viene automaticamente posta in vendita.

Rischi connessi
con le riserve

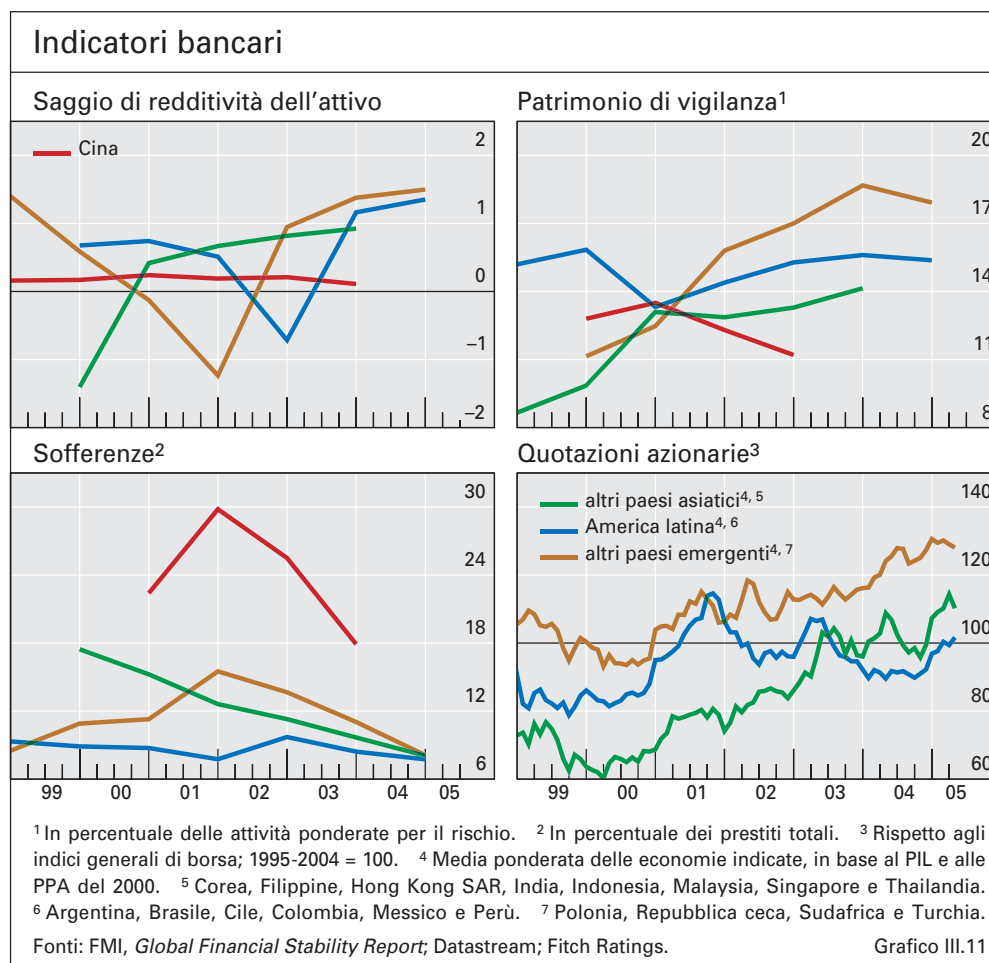
Maggiore solidità dei sistemi bancari?

Le prospettive a medio termine per le economie emergenti hanno beneficiato di un significativo e diffuso miglioramento della *performance* dei sistemi bancari. In primo luogo, è in genere aumentata la redditività dell'attivo (grafico III.11, diagramma in alto a sinistra). Ciò vale in particolare per il 2004, quando i profitti delle banche di vari paesi emergenti hanno toccato livelli record. Fattori ciclici, quali la forte espansione e i bassi tassi di interesse globali, hanno indubbiamente contribuito a sospingere la redditività. In India, ad esempio, la robusta domanda e la ripresa dell'industria hanno accresciuto l'attività di prestito e i relativi introiti da interessi, mentre la discesa dei tassi a lunga fra il 2001 e il 2004 aveva consentito alle banche di lucrare dalla vendita di titoli di Stato. In diversi paesi si stanno poi superando le difficoltà incontrate in passato dal settore finanziario. Un caso eloquente al riguardo è la Corea, dove lo scorso anno gli utili bancari si sono quintuplicati con il venir meno dei problemi nel comparto del credito alle famiglie.

Migliore
performance delle
banche ...

In secondo luogo, è migliorata la qualità dei bilanci bancari. In alcune regioni si sono registrati aumenti dei coefficienti patrimoniali (grafico III.11, diagramma in alto a destra). In Brasile essi sono cresciuti negli ultimi anni fino a toccare nel 2004 una media del 18,3% (ben superiore all'11% minimo richiesto). Sempre nel 2004, i coefficienti medi si aggiravano attorno al 12% in Corea e Thailandia, e superavano il 20% in Turchia. In alcuni casi, l'incremento rispecchia la ricapitalizzazione dei sistemi bancari a opera dei governi all'indomani delle crisi degli ultimi anni novanta, ovvero attraverso gli investimenti esteri fluiti al settore. Tuttavia, un contributo importante è derivato dalla maggiore redditività, associatasi talora a significative riduzioni dei crediti in sofferenza. Queste sono state particolarmente pronunciate in Asia (grafico III.11, diagramma in basso a sinistra), ma i dubbi esiti continuano a rappresentare un problema per Filippine, Thailandia e Cina (si veda oltre). Sebbene i dati evidenzino un chiaro miglioramento, occorre nondimeno una

... bilanci più
robusti ...



certa cautela nell'interpretarli. Ad esempio, in alcuni casi l'aumento dei coefficienti patrimoniali potrebbe semplicemente rispecchiare una temporanea riduzione delle attività ponderate per il rischio. È quanto si verificherebbe se un calo nella volatilità di prezzo delle attività bancarie in un contesto economico relativamente favorevole quale quello attuale riducesse l'esposizione stimata al rischio di mercato. I coefficienti potrebbero pertanto tornare a diminuire in caso di crescita della volatilità. Altre questioni relative alla misurazione dell'adeguatezza patrimoniale nelle economie emergenti saranno trattate più avanti.

... un migliorato
clima di mercato ...

La migliore *performance* bancaria ha trovato riflesso in un migliore clima di mercato. Come illustra il grafico III.11 (diagramma in basso a destra), negli anni più recenti il rapporto fra indici azionari bancari e indici generali è di norma aumentato o rimasto costante in gran parte delle principali regioni emergenti, anche quando le quotazioni generali sono cresciute. Nell'Asia emergente, esclusa la Cina, la *performance* relativa dei titoli bancari è stata in media particolarmente buona, seppur con marcate differenze da paese a paese. In India i prezzi relativi sono più che raddoppiati dal 2000, mentre in Indonesia sono rimasti stabili. Per converso, essi hanno segnato cali sensibili in Corea e a Singapore, e ancor più nelle Filippine e in Thailandia. Per ciò che concerne l'America latina, l'andamento relativo dei titoli bancari in Messico è stato migliore di quello – stazionario – registrato mediamente nella regione.

Infine, nell'Europa centrale e in Turchia, ma anche in Sudafrica, le quotazioni bancarie relative hanno mostrato in questi ultimi anni una dinamica tendenzialmente ascendente, mentre in Russia hanno piegato decisamente verso il basso dalla crisi del 1998.

Un'altra misura della resilienza di fondo dei sistemi bancari lascia invece minore spazio all'ottimismo. Un diffuso indicatore della probabilità che un'istituzione debba ricorrere al sostegno finanziario esterno è rimasto generalmente stabile o è migliorato solo lievemente negli ultimi anni, a riprova di come una parte significativa dei progressi della *performance* bancaria che emergono dalle situazioni contabili sia ampiamente riconducibile a fattori ciclici. In particolare, gli innalzamenti di rating assegnati di recente al debito esterno delle banche nei paesi emergenti rispecchiano non solo il miglioramento delle grandezze fondamentali nel settore bancario, ma anche la maggiore capacità dei governi di intervenire a sostegno delle istituzioni finanziarie. Tale capacità trova del resto riscontro nei recenti avanzamenti nel merito di credito di soggetti sovrani.

La situazione delle banche in Cina è particolarmente difficile da valutare. Da un lato, i dati disponibili indicano che negli ultimi anni la redditività degli impieghi e i coefficienti patrimoniali sono calati; dall'altro, vi è stata anche una marcata contrazione delle sofferenze. Il paese ha investito ingenti risorse per ricapitalizzare le banche e affrontare il problema dei crediti incagliati. Nel 1998 il governo aveva emesso speciali titoli del Tesoro per 270 miliardi di yuan (circa \$32,5 miliardi) ai fini della ricapitalizzazione e nel 1999 aveva creato apposite società di gestione che si sono fatte carico di 1 000 miliardi di yuan di sofferenze. Dal 2003 ha poi destinato alla ricapitalizzazione di primarie banche \$60 miliardi di riserve valutarie. A ciò si sono accompagnate cancellazioni di prestiti insoluti.

L'incidenza delle sofferenze negli anni più recenti potrebbe essere diminuita anche grazie alla rapida crescita del credito. Se però la qualità dei nuovi prestiti è bassa potrebbe verificarsi un'inversione di tendenza. Molto dipenderà dalla misura in cui l'allocazione dei fondi è oggi dettata da considerazioni di ritorno economico atteso, anziché da direttive statali. Stando a un'indagine della banca centrale cinese, in passato un importante contributo alle sofferenze è provenuto dalle politiche di prestito formulate dal governo, dalle insolvenze di aziende pubbliche sui prestiti erogati in base a tali politiche e dal coinvolgimento delle amministrazioni locali nelle decisioni di affidamento. L'immagine del settore societario, ivi incluse le banche, ha risentito di problemi, ampiamente pubblicizzati, di governo societario. Le autorità cinesi stanno cercando di porvi rimedio tramite la sostituzione dei vertici aziendali e la diversificazione degli assetti proprietari nel settore bancario.

Fattori che influenzano i rischi nel settore bancario

La resilienza del settore bancario dipenderà dai tipi di rischio cui è esposto. Quattro aspetti meritano attenzione: la rapida crescita dei prestiti alle famiglie; i disallineamenti valutari; le significative giacenze in titoli pubblici a lungo termine; i mutamenti nelle strutture bancarie e un contesto sempre più competitivo.

... ma progressi limitati in termini di solidità finanziaria?

Sistema bancario cinese: una difficile valutazione

Quattro fonti di rischio

Accresciuti prestiti alle famiglie

Come si è visto poc'anzi, la ripresa economica dei paesi emergenti negli ultimi anni si è associata a un forte aumento dei prestiti alle famiglie, dovuto sia alla maggiore domanda indotta dai fattori sopra citati, sia alla maggiore offerta legata alla percezione che tali prestiti offrano alle banche un'opportunità proficua e relativamente sicura di diversificazione rispetto al credito alle imprese. Tale fenomeno potrebbe essere fonte di problemi per il sistema bancario. Le esposizioni a fronte di carte di credito si sono velocemente ampliate e il brusco aumento delle connesse insolvenze ha già creato notevoli difficoltà alla Corea negli anni recenti. Il debito ipotecario risulta più sicuro per i prestatori rispetto ad altre forme di credito al consumo in ragione della garanzia fornita dall'immobile, ma i rapidi rincari delle abitazioni cui si è già accennato impongono cautela. Oltre a esporre direttamente le banche a rischi di insolvenza sui crediti garantiti da ipoteca, un'inversione dei prezzi degli immobili residenziali potrebbe altresì produrre effetti indiretti qualora il calo nella ricchezza e nei consumi delle famiglie dovesse avere conseguenze macroeconomiche e accrescere ulteriormente le perdite su crediti (si veda il Capitolo VII per una trattazione più dettagliata di tali effetti nell'ambito delle economie sviluppate).

Risposte di politica economica

Le misure adottate dalle autorità in diversi paesi emergenti testimoniano anch'esse del timore che gli assetti prudenziali e i meccanismi di mercato esistenti possano non essere in grado di contenere i rischi derivanti per le banche da bruschi rincari delle proprietà abitative. Ad esempio, sebbene in Corea tali rincari si siano attenuati, il governo ha continuato a penalizzare la speculazione immobiliare, arrivando in alcuni casi a interdire le transazioni fino a che le pressioni speculative non siano ritenute esaurite. Agli inizi di quest'anno le autorità cinesi hanno cercato di frenare la corsa dei prezzi immobiliari in talune città, specie a Shanghai, attraverso varie misure amministrative: l'apporto iniziale di mezzi propri richiesto per l'acquisto è stato innalzato dal 20 al 30%, eliminando al tempo stesso il tasso di interesse agevolato applicato al finanziamento ipotecario; è stata inoltre introdotta un'imposta del 5,5% sulle plusvalenze immobiliari realizzate nei 12 mesi successivi all'acquisto. Anche in Thailandia viene ora richiesto un apporto di capitale maggiore.

L'innovazione finanziaria consente di ridurre i rischi

Le recenti innovazioni finanziarie possono ridurre i rischi connessi con il credito alle famiglie o consentirne un più ampio frazionamento. Per ciò che concerne la riduzione del rischio, la diffusione di centrali dei rischi private sta agevolando il processo di valutazione della capacità di servizio del debito dei mutuatari. Quanto al frazionamento, sempre più spesso le attività vengono cartolarizzate o altrimenti trasformate in modo da limitare l'esposizione del creditore. In Corea, ad esempio, nel 2004 il mercato dei titoli assistiti da ipoteca è cresciuto in misura significativa, e sono già state perfezionate diverse operazioni di cartolarizzazione internazionali. Inoltre, vari paesi fra cui Cina e Thailandia hanno avviato iniziative che potrebbero condurre in un prossimo futuro alla cartolarizzazione dei mutui ipotecari. Molte di queste innovazioni, tuttavia, pongono a loro volta rischi che non sono perfettamente compresi.

Un secondo rischio in cui i sistemi bancari potrebbero incorrere è dato dalla presenza di disallineamenti valutari nell'economia nel suo complesso.

Durante lo scorso decennio il grado di disallineamento valutario nelle principali regioni è decisamente calato, come indica una misura dell'incidenza del debito in valuta sulle esportazioni. Sono migliorate anche le posizioni nette sull'estero (grafico III.12, diagrammi di sinistra e centrale). Tuttavia, in alcuni casi (specie in Asia) questo andamento è dovuto alla forte crescita delle riserve ufficiali; i disallineamenti valutari del settore privato restano in effetti significativi in vari paesi. Ciò evidenzia la necessità di assicurare che il settore finanziario si adoperi attivamente per gestire i rischi associati con tali esposizioni.

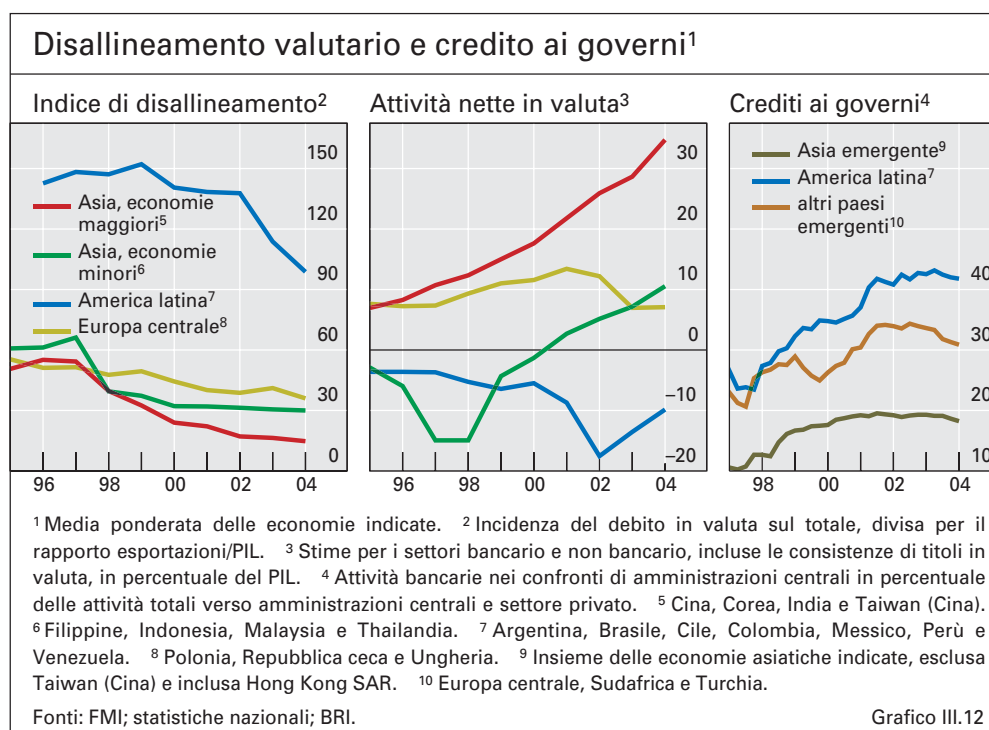
I disallineamenti valutari del settore privato sono fonte di preoccupazione ...

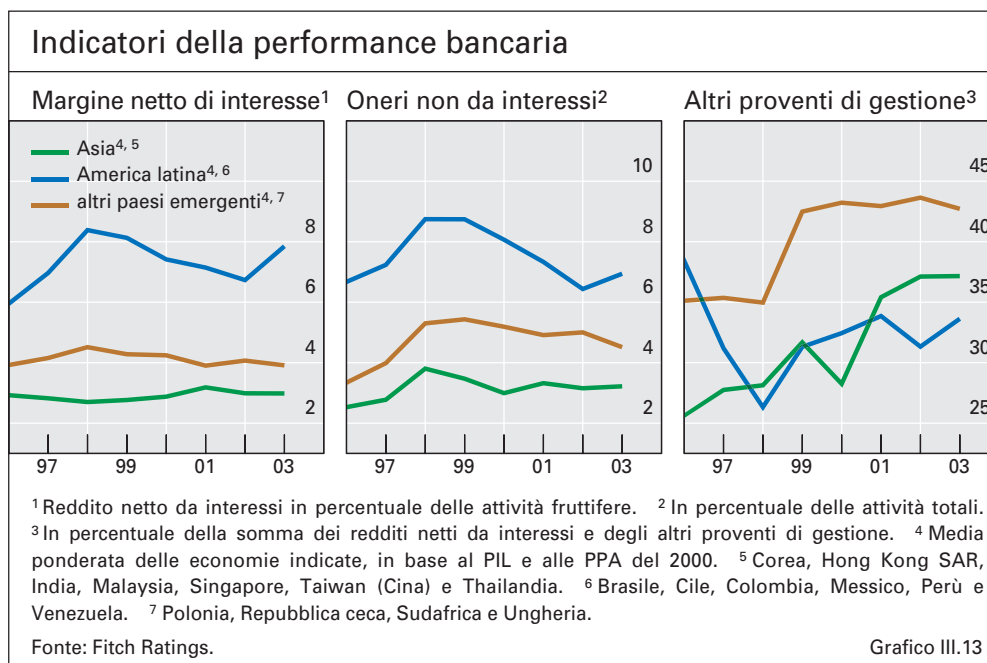
Una terza fonte di inquietudine è rappresentata dall'esposizione del settore bancario nei confronti dei governi, in aumento in tutte le regioni emergenti (grafico III.12, diagramma di destra). In alcuni casi le maggiori consistenze di titoli di Stato nei bilanci bancari sono il frutto della ricapitalizzazione delle banche avviata all'indomani delle crisi, mentre in altri, come in India, gli investimenti delle banche in obbligazioni pubbliche sono da sempre importanti. Ciò accresce l'esposizione del settore al rischio di mercato associato: un aumento dei tassi a lungo termine potrebbe comportare perdite di capitale, contro cui non sempre nelle economie emergenti ci si copre adeguatamente.

... così come le giacenze in titoli pubblici

Da ultimo, la resilienza del settore bancario dipende anche da spinte competitive e caratteristiche strutturali. Le prime si sono rafforzate in molti paesi, il che potrà stimolare una maggiore efficienza. Al tempo stesso, le pressioni sui margini di profitto causate dalla più intensa concorrenza riducono di fatto il valore commerciale del settore bancario e accrescono l'interesse per le linee operative non tradizionali, potenzialmente più rischiose (si veda il Capitolo VII per un'ulteriore discussione delle questioni della redditività bancaria nell'ambito dei mercati sviluppati). Le pressioni concorrenziali non hanno condotto ovunque a un calo dei margini netti di

Aumento delle pressioni competitive





interesse, che sono peraltro condizionati da diversi altri fattori (grafico III.13). Ad esempio, in Messico i margini netti sono scesi nel corso degli anni, mentre in Brasile sono di recente aumentati. Per contro, in taluni paesi emergenti sono calati gli oneri non finanziari, a indicare un'accresciuta efficienza, e in altri è aumentata l'incidenza dei proventi non da interessi sul reddito totale, a riprova del fatto che le banche hanno cominciato a guardare oltre la tradizionale attività creditizia. Sono, queste, gradite dinamiche già ben consolidate nel mondo industriale come conseguenza delle pressioni competitive (Capitolo VII).

Concentrazione ...

Al tempo stesso, tre particolari tendenze attinenti alla struttura del mercato potrebbero contribuire ad accrescere la resilienza del settore bancario. Primo, il sensibile calo delle concentrazioni bancarie osservabile fino a metà degli anni novanta ha mostrato da allora segni di stabilizzazione o di inversione in diverse economie. Le ricerche indicano come un più alto grado di concentrazione nel settore riduca la probabilità di crisi bancarie: istituti di maggiori dimensioni possono infatti diversificare il rischio più prontamente, conseguire profitti più elevati ed essere più facilmente controllati dai depositanti.

... minor ruolo del settore pubblico ...

Una seconda tendenza è stata quella verso un calo della quota – pur sempre ampia in alcuni paesi – delle attività detenute da banche pubbliche. Una forte presenza di banche a partecipazione statale tende a inibire lo sviluppo dei mercati finanziari. Va notato inoltre che, secondo i convenzionali parametri di misurazione dei risultati, nei paesi emergenti la *performance* delle banche private è superiore a quella delle banche statali, poiché queste ultime sono di norma tenute a perseguire taluni obiettivi di interesse pubblico indipendentemente dal loro impatto sulla redditività. La Banca interamericana di sviluppo stima che, rispetto alle banche private, in America latina le banche a partecipazione statale applicano tassi attivi più bassi, hanno maggiori

crediti in sofferenza e presentano una minore redditività complessiva. Esse corrispondono inoltre remunerazioni inferiori sui depositi, a ulteriore conferma del fatto che vengono utilizzate per sovvenzionare i debitori.

Infine, un'importanza crescente hanno rivestito le banche estere, specie in America latina e nei PECO. Oltre a stimolare la concorrenza in generale, le banche estere svolgono un ruolo attivo nell'introdurre nei mercati emergenti innovazioni che spesso contribuiscono ad affinare le procedure di gestione del rischio. Esse possono inoltre fornire sostegno finanziario al sistema bancario locale, dal momento che sono meno vulnerabili a rischi specifici del paese ospitante (sistemici) e meno sensibili ai cicli di quest'ultimo, e possono disporre di liquidità in valuta in occasione di tensioni finanziarie. Tali questioni sono state di recente esaminate in vari rapporti del Comitato sul sistema finanziario globale.

... e maggior presenza delle banche estere

I tre sviluppi sopra descritti dovrebbero nel complesso rafforzare i settori bancari dei paesi emergenti, ma permangono alcuni timori. In certe situazioni la maggiore concentrazione potrebbe indebolire il sistema bancario, ad esempio laddove ne accresca l'opacità, oppure le autorità incontrino difficoltà nel ritirare il proprio sostegno, o ancora qualora la concentrazione sia il risultato della fusione di banche con una mediocre *performance*. Anche l'ingresso delle banche estere solleva problematiche di vario tipo: esposizione a potenziali shock concernenti la casa madre; perdita di informazioni derivante dall'acquisizione di una banca nazionale e dalla sua conseguente uscita dal mercato borsistico interno; difficile accesso agli organi decisionali della casa madre, che con il loro operato possono incidere profondamente sulla dipendenza estera e sul paese ospitante; difficoltà nel conseguire il necessario livello di comunicazione tra le autorità di vigilanza del paese di origine e quelle del paese ospitante.

Permangono alcuni timori

Quadro regolamentare

Diverse economie di mercato emergenti hanno intrapreso iniziative volte a migliorare la regolamentazione e la vigilanza bancaria, e alcune di esse hanno già elaborato approcci alquanto sofisticati per il monitoraggio dei rispettivi sistemi bancari. Malgrado ciò, negli ultimi anni i progressi sul versante regolamentare sono stati talvolta limitati. Permangono talune debolezze di ordine prudenziale, come evidenziano recenti valutazioni della stabilità finanziaria condotte dall'FMI e dalla Banca mondiale, in parte dedicate ai miglioramenti compiuti nell'attuazione dei *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria* del Comitato di Basilea.

Migliorate la regolamentazione e l'azione di vigilanza ...

Quattro problemi suscitano particolare preoccupazione. Il primo è l'assenza di vigilanza a livello consolidato in alcuni paesi. Ciò accresce il rischio che le dipendenze di istituzioni bancarie possano incorrere in difficoltà finanziarie non individuabili prontamente, con ricadute negative per il settore finanziario e l'economia. Un secondo problema attiene alle carenze nella gestione del rischio. Molti paesi non sono riusciti a instillare una cultura della gestione del rischio presso le istituzioni bancarie di rispettiva competenza, sicché la conformità alle prescrizioni vigenti tende a essere perlopiù formale. Analogamente, la regolamentazione del credito e delle connesse politiche di

... ma restano diversi problemi

fido non appare abbastanza stringente. In talune realtà vi è altresì un problema di inadeguatezza delle disposizioni in materia di gestione del rischio di mercato. Un terzo ordine di problemi concerne la misurazione della *performance* bancaria. Alcuni importanti parametri possono fornire una visione fuorviante dei rischi cui è esposto il sistema finanziario. Ad esempio, non sempre i coefficienti patrimoniali vengono calcolati su base consolidata, e le ponderazioni di rischio sono carenti a causa della mancanza di misure appropriate o dell'inclusione di componenti patrimoniali inappropriate. Infine, le azioni correttive sono sovente lacunose, il che riduce gli incentivi per una diligente gestione del rischio. Tali lacune comprendono l'indebita acquiescenza (ossia, la disponibilità degli organi di regolamentazione a ritardare gli opportuni provvedimenti allorché vengono infrante determinate soglie), l'insufficienza dei poteri o delle risorse tecniche per avviare interventi tempestivi, la mancanza di immunità per le autorità di vigilanza. Pur essendovi stati miglioramenti nella legislazione fallimentare di vari paesi, l'esercizio effettivo dei diritti dei creditori continua a presentare problemi assai gravi.

IV. La politica monetaria nelle economie industriali avanzate

Aspetti salienti

Nel periodo sotto rassegna la politica monetaria nelle economie del G3 ha mantenuto un indirizzo fortemente accomodante. Tuttavia, negli Stati Uniti il perdurare dell'espansione economica e una mutata configurazione dei rischi, da uno scenario di disinflazione indesiderata e congiuntura debole a possibili pressioni inflazionistiche, hanno indotto la Federal Reserve a ridurre il grado di condiscendenza monetaria con una serie di incrementi gradualisti del tasso obiettivo sui *federal fund*. La BCE non ha modificato il proprio tasso ufficiale in considerazione del fatto che una crescita economica al di sotto del potenziale e l'apprezzamento dell'euro continuavano a moderare le spinte inflazionistiche. La Bank of Japan ha tenuto il proprio tasso ufficiale a zero in quanto l'effetto di fattori economici e finanziari avversi si è rivelato sufficientemente forte da escludere un'uscita dalla deflazione. Nondimeno, grazie a un certo miglioramento nelle condizioni del mercato finanziario l'abbandono da parte della banca centrale giapponese della politica non convenzionale di "allentamento quantitativo" è apparso più imminente. Poiché la ripresa delle rispettive economie proseguiva in un contesto di bassi tassi di interesse ufficiali, era ben presente alle autorità monetarie del G3 la necessità di comunicare con chiarezza le loro strategie di uscita dalla fase di allentamento.

Nelle economie industriali minori i fattori di preoccupazione per le autorità monetarie sono stati più differenziati. Alcune banche centrali hanno optato per politiche monetarie decisamente accomodanti, altre per orientamenti più neutrali. Molte di esse hanno innalzato leggermente i tassi ufficiali man mano che si consolidavano le prospettive di crescita all'interno e all'estero; in alcuni casi i più stringenti vincoli in termini di risorse hanno fatto temere per la stabilità dei prezzi. Sulle decisioni di politica monetaria hanno continuato a influire i livelli di debito, l'esuberanza dei mercati delle abitazioni e considerazioni legate all'evoluzione del tasso di cambio.

Nel periodo in esame gli sviluppi esterni, e in particolare i movimenti nei prezzi del petrolio e di altre materie prime, hanno svolto un ruolo preminente in tutte le economie. Confrontando questi e altri sviluppi recenti con movimenti analoghi verificatisi alla fine degli anni sessanta e nei primi anni settanta, si osservano sorprendenti analogie. Nella seconda parte del capitolo l'esperienza storica viene passata in rassegna e confrontata con la situazione presente per valutare quali probabilità vi siano che la storia si ripeta. In un contesto più ampio, il raffronto contribuisce anche a chiarire il tipo di rischi che si potrebbero porre alle autorità monetarie.

Rassegna degli sviluppi

Stati Uniti

La Federal Reserve innalza i tassi con manovre graduali ...

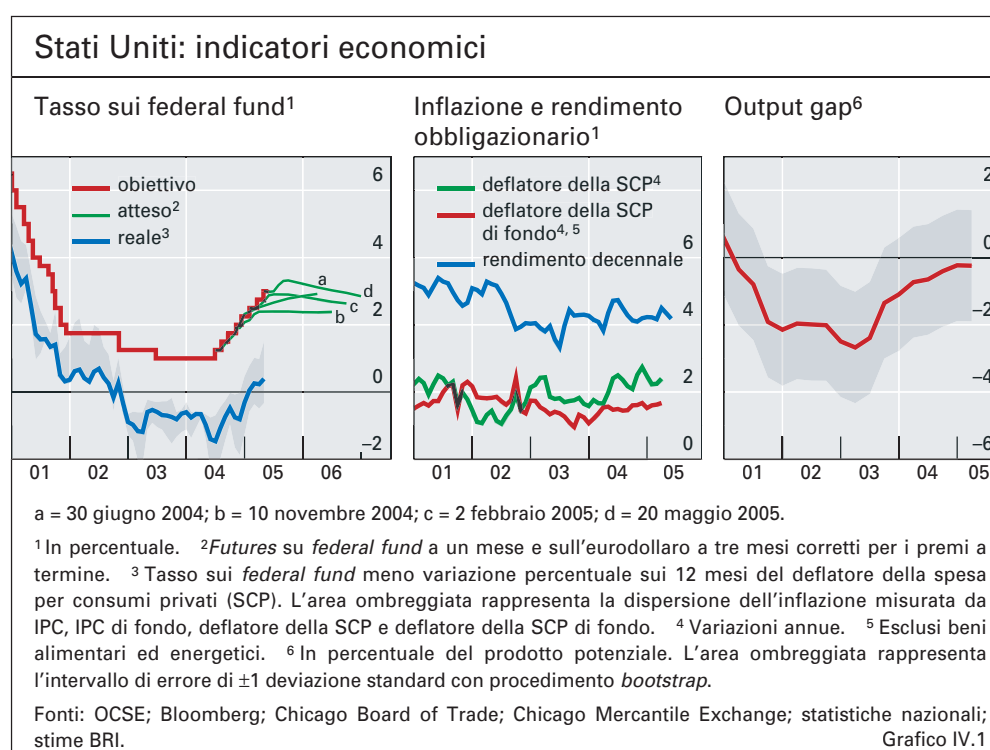
La Federal Reserve ha ridotto il grado di accomodamento della politica monetaria durante tutto il periodo in esame. Nonostante otto incrementi di 25 punti base ciascuno, il tasso obiettivo sui *federal fund* si attestava a fine periodo al 3%, un livello pur sempre inferiore al tasso di interesse neutrale o naturale convenzionalmente stimato per gli Stati Uniti. A primavera inoltrata i mercati finanziari continuavano ad attendersi ulteriori rialzi.

... e trasparenti

Un aspetto importante della manovra di inasprimento della Federal Reserve è stata la sua trasparenza. Gli aumenti dei tassi sono stati chiaramente segnalati, in parte per minimizzare eventuali tensioni nel sistema finanziario. Il Federal Open Market Committee (FOMC) ha manifestato le proprie intenzioni in vari modi, ad esempio mediante comunicati stampa, verbali delle riunioni e dichiarazioni di suoi membri. I mercati finanziari hanno generalmente tenuto il passo con gli interventi del FOMC, senza che vi siano state grandi sorprese circa la direzione e l'entità delle manovre.

Tuttavia, i tassi ufficiali rimangono prossimi allo zero in termini reali ...

Questo approccio graduale mirava a contemperare i rischi per una crescita durevole con il desiderio di preservare la stabilità dei prezzi, giacché l'espansione economica in atto ormai da quattro anni continuava a ridurre i margini di sottoimpiego delle risorse (grafico IV.1). Nondimeno, sono sorti interrogativi circa l'adeguatezza degli incrementi del tasso sui *federal fund* al fine di conseguire il grado di riduzione dell'allentamento voluto dal FOMC. Il timore era che un rialzo dell'inflazione generale si traducesse nell'arco del periodo in un livello *ex post* molto basso dei tassi ufficiali in termini reali, inferiore a zero nel 2004 e di poco superiore nei primi mesi del 2005.





Inoltre, la risposta inconsueta dei tassi di interesse a più lungo termine al graduale inasprimento sollevava una serie di ulteriori quesiti. In passato, le principali fasi restrittive si erano generalmente accompagnate a un significativo aumento dei tassi di mercato sia a breve che a lunga (grafico IV.2). In questa occasione, mentre i tassi a breve si sono mossi in sintonia con il tasso ufficiale, i rendimenti sui titoli a reddito fisso con maggiore scadenza non hanno mostrato alcuna decisa tendenza ascendente, muovendosi anzi verso il basso (Capitolo VI). Questa dinamica induceva alcuni osservatori a chiedersi se l'azione monetaria stesse producendo l'effetto restrittivo desiderato sulla domanda aggregata. La Federal Reserve faceva tuttavia notare che una delle ragioni della risposta attenuata dei tassi a lungo termine andava ricercata nel fatto che le aspettative di inflazione nel più lungo periodo apparivano più basse e più saldamente ancorate che in passato. Ciò implicava che sarebbe bastata una manovra di contenimento della domanda di entità più modesta.

Vi era parimenti la possibilità che il comportamento anomalo dei tassi a lungo termine segnalasse considerazioni di altro genere, con ulteriori implicazioni contrastanti per la politica monetaria. Il profilo relativamente piatto della curva dei rendimenti poteva indicare che i mercati si attendevano un peggioramento delle prospettive di crescita a lungo termine, il che avrebbe potuto forse richiedere un orientamento monetario più permissivo. Tuttavia, il basso livello dei tassi a lunga, insieme alla compressione dei rendimenti e ai crescenti prezzi delle attività, poteva altresì essere interpretato come indicativo di una eccessiva assunzione di rischio degli investitori durante il prolungato periodo di espansione monetaria. Anche l'accelerazione dei prezzi delle abitazioni faceva ritenere che tali forze fossero operanti. Una simile interpretazione suggeriva l'eventuale necessità di un aumento dei tassi ufficiali maggiore di quanto scontato dai mercati finanziari, al fine di assorbire l'eccesso di liquidità.

Nel periodo in esame le decisioni di politica monetaria USA sono state ulteriormente complicate dalla necessità di affrontare una serie di sviluppi imprevisti e potenzialmente inflazionistici. Il forte rialzo dei prezzi dell'energia,

... e quelli a lunga si comportano in maniera atipica per una fase di inasprimento ...

... facendo temere un eccesso di liquidità

Altre fonti di preoccupazione sono l'impennata dei prezzi dell'energia ...

... il deprezzamento del dollaro ...

e in particolare del petrolio, ha suscitato timori circa la stabilità dei prezzi e gli eventuali effetti negativi sulla crescita. Nondimeno, in presenza di un'inflazione di fondo saldamente al disotto del 2% le autorità monetarie hanno ritenuto che la minaccia inflazionistica fosse abbastanza contenuta, pur meritando un attento monitoraggio. Anche il marcato deprezzamento del dollaro rappresentava un potenziale problema per la politica monetaria. Tuttavia, il livello costantemente basso dei prezzi all'importazione e l'apparente affievolirsi negli anni recenti degli effetti di traslazione del cambio sui prezzi, sembravano ridurre l'esigenza di un'azione più aggressiva. Da evidenze aneddotiche, alla fine del periodo in esame emergeva che il potere di determinazione dei prezzi delle imprese era aumentato. Se ciò segnalasse una nuova tendenza, si renderebbe necessario un abbandono dell'indirizzo accomodante in tempi più brevi.

... e la tendenza della produttività

Un ulteriore problema per il FOMC era rappresentato da un possibile rallentamento della crescita strutturale della produttività, dato che lo scorso anno il prodotto per ora lavorata è diminuito e sono aumentati i costi unitari del lavoro. Pur non essendo individuabile una chiara inversione di tendenza, l'azione monetaria doveva considerarne le possibili implicazioni. A breve termine, i margini di profitto erano sufficientemente ampi da mitigare gli effetti inflazionistici, e quindi la necessità di una sequenza più aggressiva di aumenti del tasso ufficiale in assenza di indicazioni oggettive più certe. Nel medio periodo, un calo della produttività tendenziale poteva tradursi in un più basso livello del tasso di interesse naturale e quindi del tasso sui *federal fund* alla fine della fase restrittiva.

Considerato un obiettivo esplicito di inflazione

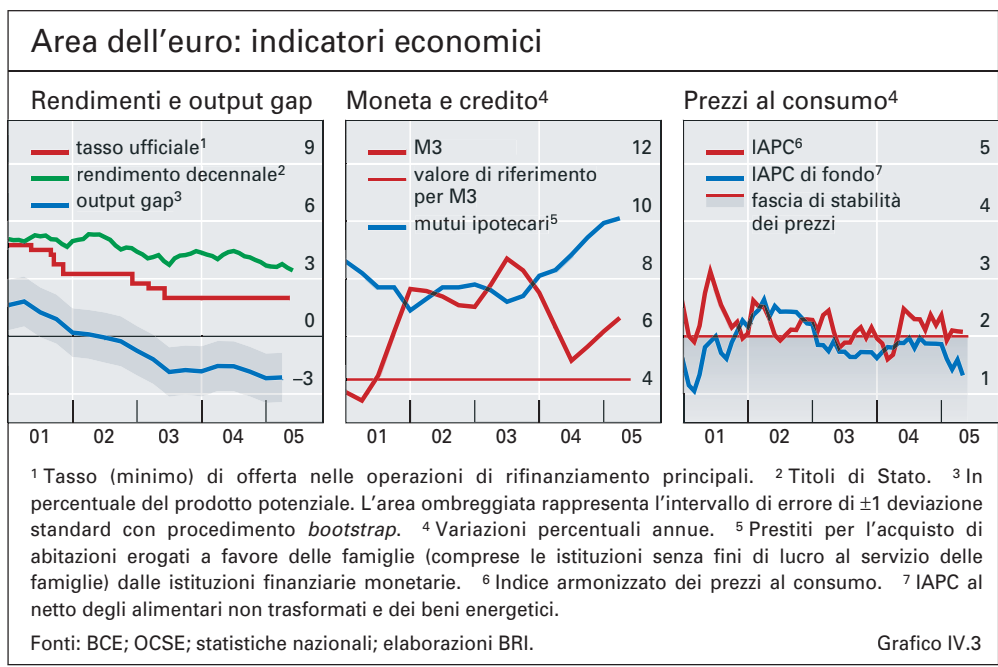
Un quesito importante affrontato dalla Federal Reserve nei primi mesi di quest'anno era se un obiettivo esplicito di inflazione avrebbe favorito una *performance* dell'economia americana ancor migliore. Il dibattito in seno al FOMC su vantaggi e svantaggi derivanti dalla formulazione di un obiettivo esplicito di stabilità dei prezzi va inquadrato nel più ampio riesame dell'assetto istituzionale della banca centrale nell'intento di accrescerne la trasparenza, come mostra la recente decisione del Comitato di accelerare la pubblicazione dei verbali delle sue riunioni e di estendere l'orizzonte previsivo annunciato. Il FOMC ha precisato che se da un lato un obiettivo di inflazione esplicito potrebbe rafforzare l'ancoraggio inflazionistico dell'economia, accrescere la trasparenza delle decisioni interne e quindi la comunicazione con il pubblico, dall'altro esso potrebbe pregiudicare il tradizionale mandato della Federal Reserve a sostegno sia dell'attività economica sia della stabilità dei prezzi, limitando la flessibilità della sua reazione a mutate condizioni economiche e finanziarie.

Area dell'euro

La BCE mantiene invariati i tassi ...

In considerazione della dinamica generalmente moderata dell'inflazione e della fiacca attività economica nell'area dell'euro, la BCE ha continuato a perseguire una politica monetaria espansiva. Il tasso ufficiale, che si situava al 2% nella tarda primavera, è stato mantenuto invariato da due anni, al fine di contemperare il disagio derivante da un'inflazione che oltrepassava il limite superiore indicato dalla BCE nella definizione di stabilità dei prezzi e le preoccupazioni derivanti da una *performance* economica inferiore alla media. Benché

... data la debole attività economica e un'inflazione superiore all'obiettivo di stabilità

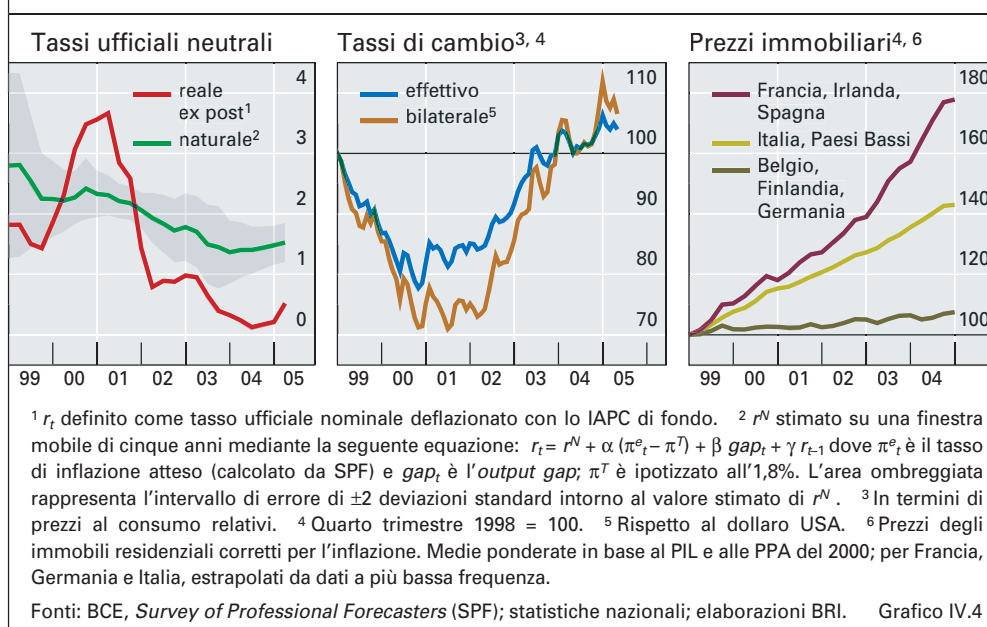


l'impennata dei prezzi del petrolio facesse temere un deterioramento delle prospettive inflazionistiche a breve termine e persino un ritorno alla stagflazione, vi erano scarse indicazioni di una traslazione dei rincari dell'energia e di altre materie prime sull'inflazione di fondo, sul processo di formazione dei salari e sulle aspettative inflazionistiche a medio termine. La BCE ha pertanto concluso che il rischio di un'inflazione generalizzata non era tale da giustificare un innalzamento dei tassi. In parte, ciò era motivato dal fatto che sembrava persistere un sottoimpiego di capacità a causa della lenta crescita economica (grafico IV.3). Con un'inflazione non lontana dal limite superiore indicato nella definizione di stabilità dei prezzi della BCE – data da un'inflazione inferiore, ma prossima al 2% – il tasso ufficiale si avvicinava a zero in termini reali. Analogamente agli Stati Uniti, questo livello è decisamente inferiore alle stime del tasso di interesse naturale. Ciò significa che se l'economia riprendesse slancio la BCE dovrebbe inasprire la politica monetaria per tenere sotto controllo eventuali pressioni inflazionistiche (grafico IV.4).

Nuovamente in analogia con gli Stati Uniti, si è posta la questione delle conseguenze derivanti dal prolungato periodo di espansione monetaria. Da un lato, come già notato, non sembravano sussistere imminenti minacce sul fronte dei prezzi. Dall'altro, la crescita di M3 continuava a superare il valore di riferimento del 4½% fissato dalla BCE. Una rapida espansione degli aggregati monetari ampi segnala tipicamente un indirizzo accomodante della politica monetaria che potrebbe sfociare in una recrudescenza dell'inflazione. Mentre in passato la crescita sostenuta di M3 era stata attribuita a una maggiore domanda precauzionale di disponibilità monetarie, lo scorso anno le ragioni dell'ulteriore accelerazione sono risultate di più difficile individuazione. Di conseguenza, la BCE ha posto l'accento sui tradizionali rischi a medio termine per la stabilità dei prezzi derivanti da una simile espansione monetaria.

I problemi di valutazione a medio termine sono accentuati dalla rapida crescita di M3 ...

Area dell'euro: tassi ufficiali e andamenti di mercato



... nonché dalla sostenuta espansione del credito e dal rincaro delle abitazioni

L'approccio a due pilastri adottato dalla BCE ai fini della sua valutazione a medio termine offre anche un modo meno convenzionale di considerare i rischi di politica monetaria. L'accelerazione della crescita di M3 nell'area dell'euro dalla metà del 2004 ha coinciso con una più rapida espansione del credito, specie dei mutui ipotecari. Sotto questo aspetto, il proseguimento della politica di bassi tassi di interesse, con le sue naturali conseguenze sui rendimenti a lungo termine, potrebbe alimentare un'inflazione dei prezzi non solo di beni e servizi ma anche delle abitazioni, incoraggiando un'accumulazione di debito a livelli senza precedenti. Nell'accezione più convenzionale, un aumento dei tassi ufficiali dovrebbe prevenire un surriscaldamento dell'economia e un rialzo dell'inflazione; in quella meno convenzionale, più alti tassi ufficiali servirebbero ad assorbire gli squilibri finanziari prima che un'impennata dei prezzi delle attività e una successiva inversione di tendenza minaccino la stabilità dei prezzi in senso deflazionistico.

Le divergenti tendenze regionali dei prezzi delle abitazioni rappresentano una complicazione

Anche la tendenza dei prezzi delle abitazioni ha costituito un potenziale fattore di complicazione per la politica monetaria a causa delle differenze regionali nell'area dell'euro. Gli anemici mercati immobiliari in Austria e Germania, per esempio, contrastano con quelli di Francia e Spagna, dove i prezzi delle abitazioni hanno fatto segnare incrementi percentuali a due cifre (Capitolo II). La BCE ha manifestato preoccupazione per i rincari registrati in diversi paesi membri, ma ha anche posto in rilievo che il suo mandato diretto la obbligava a reagire solo nella misura in cui ciò avrebbe influito sulle condizioni macroeconomiche dell'intera area. Essa ha altresì sottolineato che le questioni di stabilità finanziaria nazionale rientrano per loro natura nella sfera di competenza delle autorità di vigilanza nazionali e delle banche centrali dell'area.

Il forte apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro nel 2004 ha rappresentato una sfida per la BCE. Pur contribuendo ad arginare le spinte

inflazionistiche a breve termine, esso addossava l'onere dell'aggiustamento principalmente sul settore orientato all'esportazione. Inoltre, poiché il disavanzo corrente USA continuava a salire a livelli senza precedenti, non era da escludersi un ulteriore deprezzamento del dollaro (Capitolo V).

Il forte apprezzamento dell'euro pone una sfida

Giappone

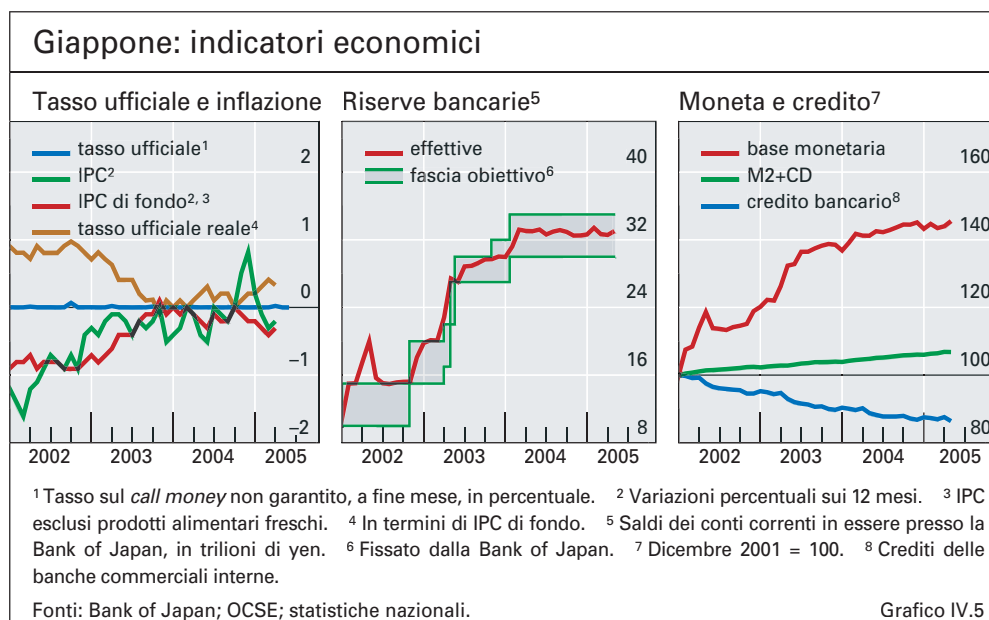
La banca centrale ha mantenuto la sua politica di "allentamento quantitativo", fortemente accomodante, lasciando i tassi ufficiali a breve sostanzialmente ancorati a zero (grafico IV.5). Il mantenimento di questa strategia non convenzionale era in parte motivato dal persistere di forze deflative in un'economia stagnante che accusava un livello di sottoimpiego elevato, anche se in calo. I significativi progressi compiuti nel settore finanziario, che tuttora risente delle conseguenze del crollo dei prezzi delle attività degli anni novanta, hanno tuttavia mitigato i timori che l'economia giapponese stesse precipitando in una spirale deflazionistica (Capitolo VII). Nondimeno, l'indirizzo monetario condiscendente ha prodotto solo un modesto aumento degli aggregati monetari più ampi, non essendo emersi segnali decisivi di una svolta nell'attività creditizia delle banche.

La banca centrale mantiene il tasso ufficiale a zero dato il persistere della deflazione

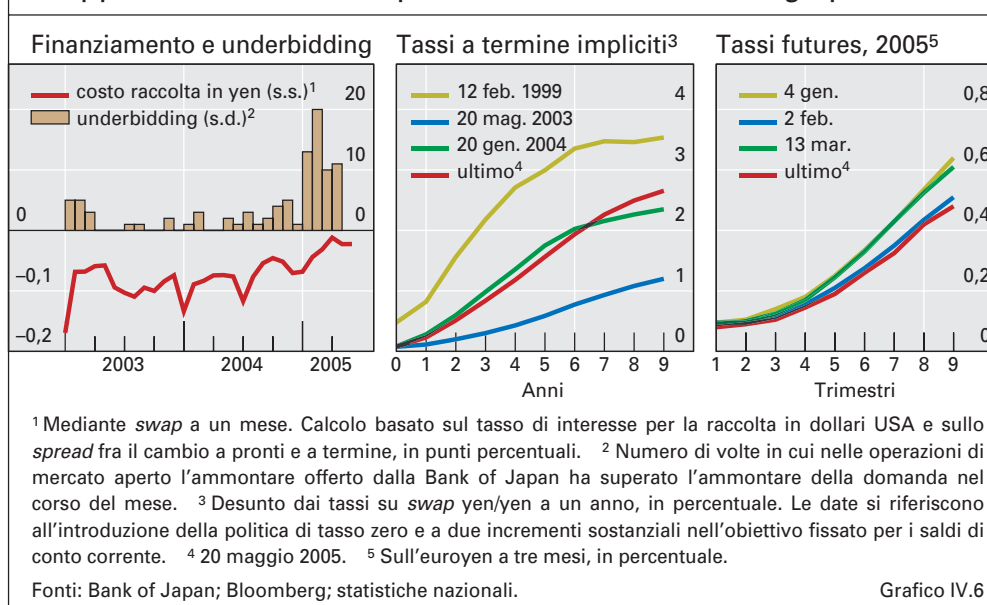
La Bank of Japan ha lasciato invariata la fascia obiettivo di ¥30-35 trilioni fissata per i saldi di conto corrente presso la banca centrale. In realtà, alcuni membri del Policy Board avevano manifestato crescenti dubbi sulla compatibilità di tale fascia con l'obiettivo di un'inflazione bassa e stabile. E in effetti, la possibilità di abbassarla, per la prima volta dall'adozione della politica di allentamento quantitativo nel 2001, era stata presa in considerazione dalla Banca. Ciò è avvenuto allorché in seno al Policy Board sono emerse crescenti perplessità anche per i possibili effetti collaterali dell'allentamento quantitativo, come il diffondersi del *moral hazard* tra i mutuatari, il malfunzionamento dei mercati monetari, la diminuita flessibilità della politica monetaria e l'indebolimento della disciplina di bilancio.

La fascia fissata per l'allentamento quantitativo resta invariata ...

... ma vengono sollevati dubbi sostanziali in merito a questa strategia ...



Giappone: allentamento quantitativo ed effetti di lungo periodo



... anche a causa di difficoltà tecniche nella sua attuazione

Ad aumentare le incertezze circa la scelta appropriata della fascia obiettivo per i saldi di conto corrente hanno contribuito anche le difficoltà tecniche nell'esecuzione delle operazioni di mercato aperto destinate a immettere liquidità nel sistema. La frequenza con cui si è verificata un'insufficiente richiesta di fondi rispetto all'ammontare offerto (*underbidding*) nelle operazioni in acquisto della Banca è aumentata sensibilmente nel marzo di quest'anno (grafico IV.6). Da più parti ciò è stato interpretato come un segnale che la domanda di liquidità del mercato stava diminuendo per effetto delle migliorate condizioni di solidità del settore bancario. In particolare, man mano che le banche rafforzavano la propria posizione patrimoniale si riduceva il costo della loro raccolta di fondi in dollari USA mediante operazioni di *swap* in yen. Per anni, le banche con depositi in dollari, specie istituti esteri, avevano stipulato *swap* valutari contro la moneta giapponese a costi negativi di finanziamento in yen. Per queste banche risultava proficuo detenere saldi in yen sotto forma di attività liquide a basso rendimento, o persino su conti correnti a tasso zero presso la banca centrale. Allorché è venuto meno il differenziale di *swap* agli inizi di quest'anno, è cessata anche la domanda di saldi di conto corrente generata dalle banche estere.

Le reazioni di mercato sottolineano l'importanza della strategia di comunicazione della banca centrale ...

Sebbene riconducibile a fattori tecnici disgiunti dall'orientamento monetario, l'incapacità della Banca di generare una sufficiente domanda per le sue operazioni, rimaste per lo più circoscritte alle scadenze brevi, ha alimentato inizialmente aspettative di una svolta nella politica monetaria. L'inclinazione e la volatilità della curva dei rendimenti a termine si sono entrambe accentuate. Queste reazioni del mercato hanno indotto la Bank of Japan a ribadire che il problema dell'*underbidding* era puramente tecnico e non preannunciava un cambiamento di indirizzo. La Banca riaffermava inoltre il proprio impegno alla politica del tasso zero. Ciò stava a indicare che questo impegno, più che gli obiettivi in termini di saldi di conto corrente, era fondamentale per un meccanismo di trasmissione monetaria orientato al mantenimento di bassi

tassi di interesse. Indipendentemente dalle circostanze specifiche, la strategia di comunicazione della Bank of Japan è destinata ad avere un importante influsso sul contesto che verrà a crearsi nel momento in cui la Banca recederà dalla propria strategia non convenzionale di politica monetaria.

Un'opzione discussa quest'anno per riorientare le aspettative verso un'inflazione bassa e stabile è stata quella che prevede la fissazione e l'annuncio di un obiettivo esplicito di inflazione da parte della Banca. Tale questione, pur essendo già stata sollevata a più riprese in passato, è tornata di attualità nel periodo in esame, sia perché appariva più probabile un ritorno dell'inflazione su valori positivi sia per la maggiore credibilità acquisita da tale strumento. Come si è potuto osservare in altri paesi, i regimi basati su un obiettivo esplicito di inflazione possono contribuire a piegare le aspettative inflazionistiche ancorandole a un basso livello. Per la Bank of Japan, tuttavia, l'impresa sarebbe in qualche modo diversa. Essa dovrebbe creare aspettative di bassa inflazione e mantenerle tali in un'economia in espansione dopo un decennio di deflazione e di crescita inferiore al potenziale. Il contributo maggiore derivante dalla fissazione di un obiettivo esplicito – allorché i sistemi economico e finanziario si saranno consolidati – sarebbe forse quello di ridurre la probabilità che le aspettative inflazionistiche debordino verso l'alto, data la sovrabbondanza di riserve liquide. Una tale evenienza provocherebbe una crescita dei costi di indebitamento e aggraverebbe alcune fragilità radicate nell'economia, non da ultimo i problemi di imprese deboli che ancora lottano per la sopravvivenza.

... e i potenziali vantaggi di un obiettivo di inflazione esplicito

Paesi con obiettivi di inflazione

Nel periodo in esame molte banche centrali dei paesi con obiettivi quantitativi di inflazione hanno proceduto a leggeri rialzi dei tassi ufficiali. In generale, la più sostenuta crescita globale ha consentito di rafforzare la situazione economica interna, mentre il contemporaneo rincaro delle materie prime, e soprattutto del petrolio, alimentava direttamente il rischio di pressioni inflazionistiche. Secondo alcune banche centrali, un aumento dei tassi avrebbe anche contribuito a prevenire un ulteriore accumulo di debito e rincari delle attività che, in determinate circostanze, avrebbero potuto aggravare i potenziali costi di un successivo aggiustamento.

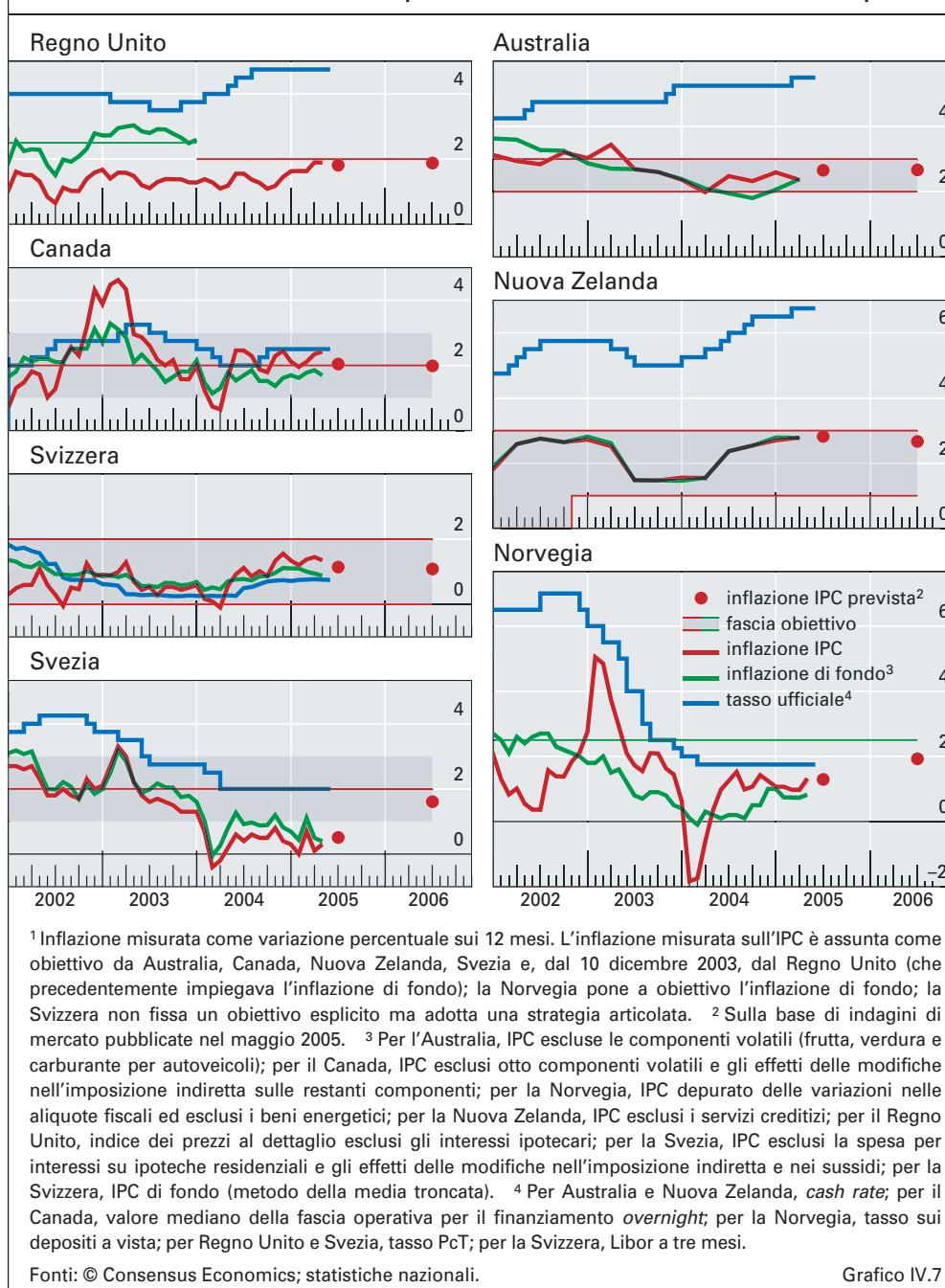
Molte banche centrali con obiettivi di inflazione inaspriscono le condizioni monetarie

Per le banche centrali di Australia e Nuova Zelanda gli aumenti dei tassi ufficiali nel 2004 hanno fatto seguito a una serie di precedenti manovre restrittive (grafico IV.7). Nel caso della Bank of Canada e della Banca nazionale svizzera, il rialzo dei tassi è stato il primo dopo il minimo raggiunto dai rispettivi cicli monetari, minimo che in Svizzera aveva spinto i tassi quasi a zero. Per contro, la Sveriges Riksbank e la Norges Bank non hanno modificato i rispettivi tassi ufficiali dopo il punto di svolta inferiore toccato agli inizi del 2004. Nonostante il livello iniziale assai basso dell'inflazione, la Bank of England mantiene invariato il proprio tasso ufficiale dall'agosto 2004.

In Australia, Nuova Zelanda e Regno Unito i tassi ufficiali si collocano ora in prossimità di livelli ritenuti coerenti con una crescita sostenibile non inflazionistica di lungo periodo. La Reserve Bank of Australia aveva espresso il timore che dopo 13 anni di espansione i margini di capacità inutilizzata

Australia, Nuova Zelanda e Regno Unito scelgono un'impostazione monetaria quasi neutrale ...

Inflazione e tassi ufficiali in paesi con obiettivi di inflazione espliciti¹



fossero ormai esigui, con conseguente accumulo di spinte inflazionistiche. In assenza di una correzione verso l'alto del tasso ufficiale, si prevedeva che l'inflazione sarebbe salita al limite superiore della fascia obiettivo. La Nuova Zelanda, dove l'inflazione era già prossima a tale limite e l'economia dava segni di surriscaldamento, ha fatto registrare il tasso ufficiale più alto (6,75%) fra le economie industriali. Inoltre, la banca centrale neozelandese ha lasciato esplicitamente aperta la possibilità di ulteriori rialzi. Per tutto il primo semestre 2004 la Bank of England aveva inasprito le condizioni monetarie, portando il tasso ufficiale al 4,75% in agosto. A quell'epoca, il Monetary Policy Committee aveva dichiarato che stava monitorando attentamente la rapida crescita del

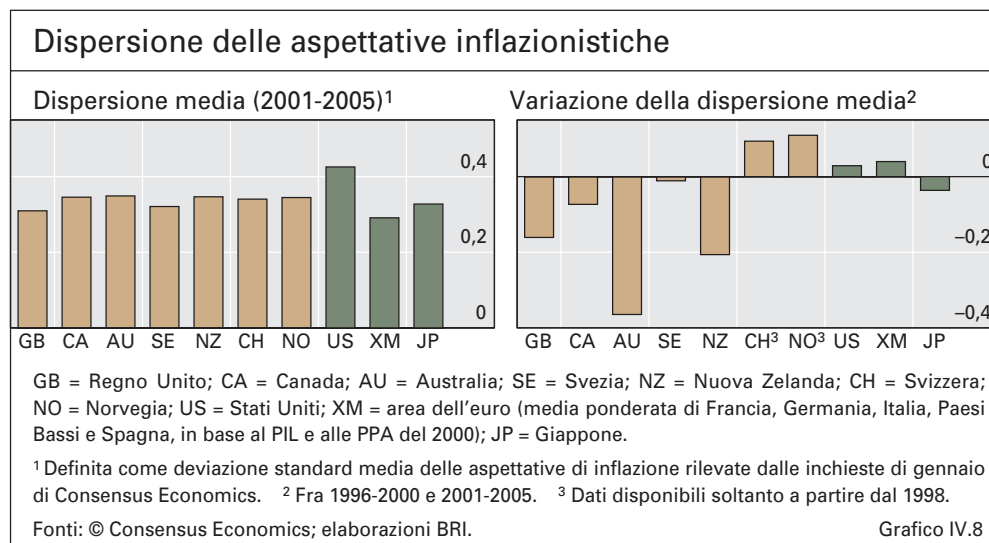
debito delle famiglie e gli elevati prezzi delle abitazioni in quanto fattori di vulnerabilità per il settore famiglie. La Bank of England aveva infatti precisato che il rialzo dei tassi era giustificato in parte dal desiderio di contrastare questi eventuali eccessi. A considerazioni analoghe si sono ispirate anche le banche centrali di Australia e Nuova Zelanda.

La Bank of Canada e la Banca nazionale svizzera hanno chiuso il periodo in esame con un indirizzo monetario considerato ancora accomodante. La banca centrale canadese aveva ridotto significativamente il grado di condiscendenza monetaria verso la metà del 2004 nell'intento di moderare la crescita prima che l'economia si surriscaldasse. Tuttavia, verso la fine dell'autunno la più lenta dinamica dei prezzi del petrolio e l'apprezzamento del dollaro canadese nei confronti della moneta americana hanno indotto la Bank of Canada a rinviare ulteriori rialzi dei tassi in considerazione delle migliorate prospettive inflazionistiche a breve. Dopo aver innalzato il tasso ufficiale dal minimo storico dello 0,25 allo 0,75%, anche la Banca nazionale svizzera si è astenuta da ulteriori aumenti, poiché un inatteso indebolimento delle prospettive di crescita in Europa ha influito negativamente sulla ripresa dell'economia svizzera. La Sveriges Riksbank e la Norges Bank hanno anch'esse mantenuto i rispettivi tassi ufficiali a livelli molto bassi. Le economie nordiche hanno beneficiato di sviluppi eccezionalmente favorevoli dal lato dell'offerta che hanno dato impulso alla crescita contenendo al tempo stesso le spinte inflazionistiche e i tassi di utilizzo del lavoro. Anzi, in Svezia il calo dei prezzi all'importazione e una più forte crescita della produttività hanno fatto temere una flessione generalizzata dell'indice dei prezzi. In Norvegia, nonostante la situazione di sottoimpiego di risorse, permaneva un rischio inflazionistico in parte per effetto delle più favorevoli prospettive di investimento nel settore energetico.

Per varie banche centrali gli elementi di vulnerabilità insiti nella concomitanza di elevati prezzi delle attività e ingenti livelli di debito hanno continuato a rappresentare un rischio significativo nel periodo in esame. Australia, Nuova Zelanda e Regno Unito, ad esempio, hanno assistito a un sensibile raffreddamento dei rispettivi mercati immobiliari, in parte di riflesso alla stretta monetaria attuata negli ultimi anni. La salutare decelerazione registrata finora dai prezzi delle abitazioni ha avuto effetti temperati rispetto ai più dirompenti scenari ipotizzabili, sebbene non si possa escludere una loro brusca caduta in futuro (si vedano i Capitoli II e VII per un approfondimento degli sviluppi sul mercato immobiliare e delle loro implicazioni). Diverso è stato il complesso di circostanze cui ha dovuto far fronte la Sveriges Riksbank. Anche se le previsioni segnalavano un'inflazione interna al di sotto dell'obiettivo per gran parte del successivo biennio, la rapida crescita del debito delle famiglie e l'aumento dei prezzi delle abitazioni rendevano inopportuno un allentamento della politica monetaria. La banca centrale svedese sottolineava il rischio che a un abbassamento dei tassi potesse seguire una loro rapida inversione, mettendo a repentaglio la crescita dei consumi dato l'ingente indebitamento. Essa esprimeva inoltre il parere che una deflazione da offerta era qualitativamente diversa da quella associata a una domanda carente o a un crollo dei prezzi delle attività (si veda il Capitolo IV della *73ª Relazione annuale*).

... mentre in altri paesi l'indirizzo è chiaramente accomodante

Gli elevati prezzi delle attività e l'ingente indebitamento rappresentano rischi significativi



L'incertezza circa l'inflazione è ora in linea con quella del G3

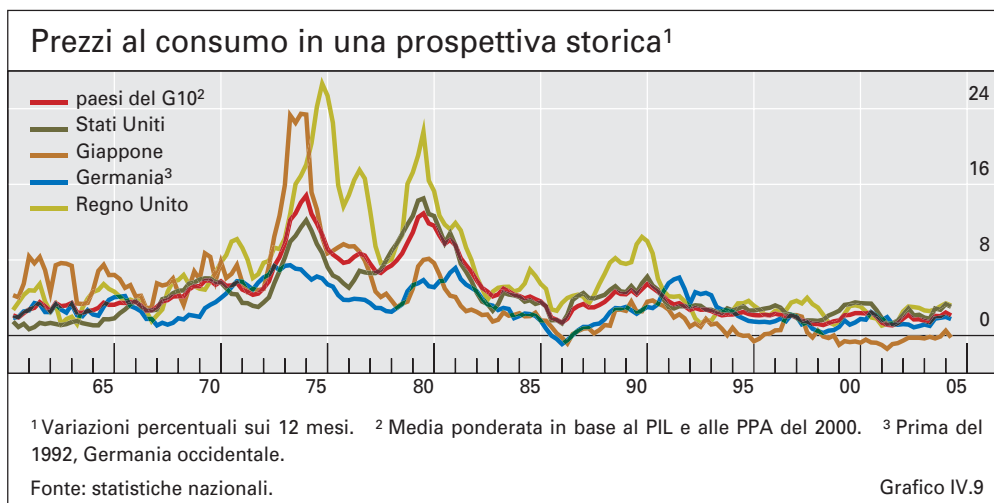
Pur avendo dovuto affrontare vari sviluppi imprevisti, queste banche centrali possono vantare ragguardevoli risultati sul fronte dei prezzi negli ultimi anni (grafico IV.8). Le aspettative inflazionistiche del settore privato sono rimaste sostanzialmente in linea con gli obiettivi di inflazione delle banche centrali. Inoltre, la dispersione media di tali aspettative nei paesi con obiettivi di inflazione espliciti è bassa e risulta ora grosso modo in linea con quella delle economie maggiori, nonostante una *performance* dei prezzi relativamente più sfavorevole nei decenni precedenti. Ciò è stato interpretato come un'attestazione della trasparenza e credibilità di tali regimi. Nondimeno, sono possibili ulteriori affinamenti dei sistemi di *inflation targeting*. La Bank of Canada, ad esempio, sta attualmente riesaminando l'orizzonte temporale di 18-24 mesi entro il quale essa cerca di allineare l'inflazione all'obiettivo. Sebbene un simile arco temporale offra considerevoli vantaggi in termini di trasparenza, un orizzonte più flessibile e forse più lungo potrebbe consentire di reagire meglio a determinati tipi di shock economici.

La storia si ripete?

Somiglianza tra la situazione attuale e quella di tre decenni or sono

Alcuni sviluppi salienti del periodo in esame giustificano un paragone tra il contesto di politica monetaria che è venuto a crearsi oggi e quello di fine anni sessanta e inizio anni settanta. A prima vista, si possono annoverare fra le analogie: il perdurare ormai da tempo di un orientamento accomodante nelle economie del G3; le incertezze circa il grado di sottoimpiego delle risorse; le inquietudini in merito alla posizione esterna USA e alle sue implicazioni per i tassi di cambio; l'impennata dei prezzi del petrolio e di altre materie prime; un allentamento della disciplina di bilancio. Queste somiglianze hanno suscitato ovviamente il timore che, come già era avvenuto nel periodo precedente, l'inflazione possa ben presto acutizzarsi e che le autorità monetarie non reagiscano con la dovuta tempestività.

Simili timori originano dall'infausta esperienza di quel periodo (grafico IV.9). Il processo inflazionistico iniziato verso la fine degli anni sessanta si era accentuato nei primi anni settanta, accelerando rapidamente



all'epoca della prima crisi petrolifera. È particolarmente degno di nota il fatto che i tassi di inflazione sono rimasti alti anche dopo che i prezzi del petrolio avevano cominciato a cedere e la crescita economica si era indebolita. Su tale sfondo, vale la pena di esaminare in maggior dettaglio l'esperienza di quel periodo, individuando sia le analogie che le divergenze rispetto a quello attuale, in modo da trarne conclusioni per la politica monetaria nelle attuali circostanze.

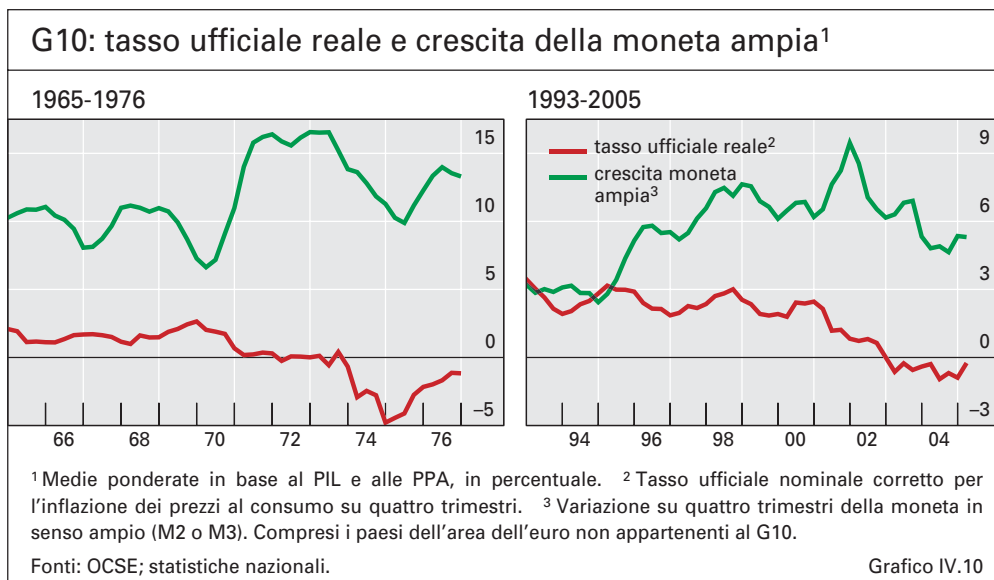
Elementi che accomunano i due periodi

Guardando in retrospettiva al contesto di politica monetaria prevalente a cavallo fra gli anni sessanta e settanta, si possono individuare sei fattori che avevano contribuito all'accumularsi di pressioni inflazionistiche durante quel periodo e che presentano punti in comune con la situazione odierna.

Primo, i tassi ufficiali reali si situavano su valori bassi e la crescita degli aggregati monetari procedeva a ritmo sostenuto (grafico IV.10). Questo indirizzo accomodante non riguardava solo pochi paesi, ma era generalizzato tra le

Sono individuabili le seguenti analogie:

prolungati periodi di distensione monetaria ...



maggiori economie industriali. Anche il livello contenuto dei rendimenti reali a lungo termine contribuiva a tale situazione, specie in quanto i tassi nominali rimanevano relativamente modesti e reagivano in genere con lentezza a un'inflazione crescente. Se in un primo momento, durante la recessione del 1970-1971, la politica condiscendente aveva agito nel senso di contrastare la debolezza della domanda, durante il boom economico del 1972-1973 essa aveva impartito uno stimolo eccessivo.

Anche negli anni recenti, come si è osservato in precedenza, la politica monetaria nel G3 è stata decisamente accomodante. I tassi ufficiali sia nominali che reali sono rimasti bassi e la crescita degli aggregati monetari e creditizi è stata rapida. Negli ultimi quarant'anni i tassi ufficiali reali si sono attestati durevolmente in prossimità o al disotto dello zero solo in due periodi: quello recente e negli anni settanta. In entrambe le occasioni l'espansione della liquidità globale è stata rilevante. Per giunta, anche i rendimenti reali a lungo termine si sono mantenuti a livelli alquanto contenuti.

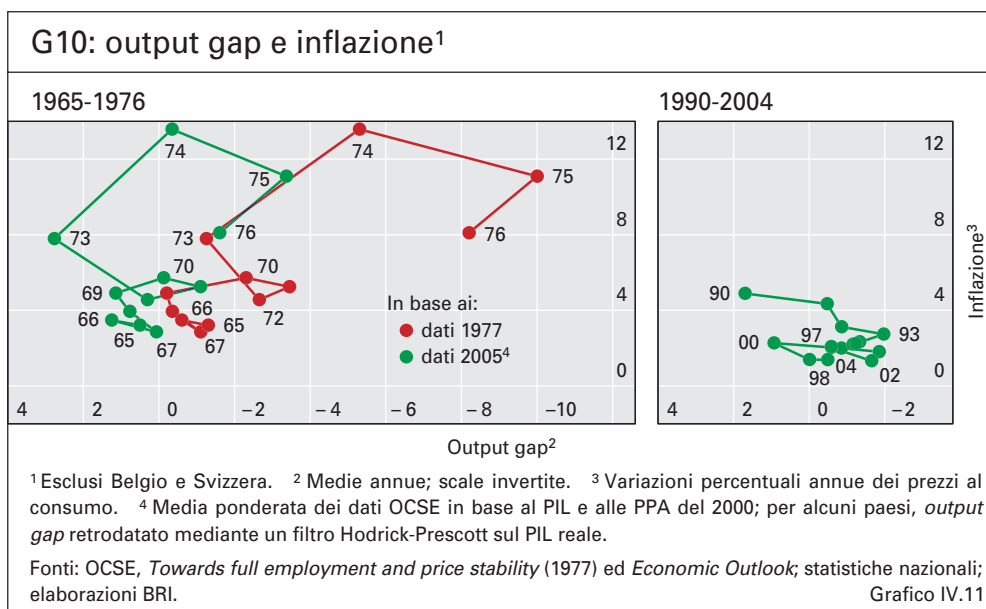
... regimi di cambio
con potenziali
distorsioni
inflazionistiche ...

Secondo, le "regole del gioco" del sistema monetario internazionale erano tali da indurre una trasmissione delle politiche accomodanti dalle economie maggiori, in particolare gli Stati Uniti, al resto del mondo. Inizialmente, il meccanismo di trasmissione dell'inflazione agiva attraverso il regime di cambi fissi di Bretton Woods. Allorché gli Stati Uniti perseguivano politiche monetarie e fiscali espansive per affrontare problemi economici interni, essi esportavano inflazione ai restanti paesi, in virtù delle dimensioni della loro economia e dell'importanza del dollaro quale moneta di riserva internazionale. Con il crollo del sistema di Bretton Woods, gli altri paesi non erano più costretti a importare inflazione dagli Stati Uniti, potendo decidere di lasciar apprezzare le proprie monete. In pratica, tuttavia, essi sceglievano spesso di contrastare un tale apprezzamento, specie quando sembrava dovuto ad afflussi di capitali speculativi. Tutto ciò determinava un contesto monetario globale più espansivo di quello che si sarebbe altrimenti instaurato.

Il sistema monetario internazionale odierno presenta alcune somiglianze con quello precedente. Si tratta di un regime ibrido, in cui i cambi non sono né fissi né pienamente flessibili. Un aspetto fondamentale che lo caratterizza è, anche in questo caso, la riluttanza mostrata in varia misura da diversi paesi ad acconsentire a un apprezzamento delle loro valute nei confronti del dollaro. Interventi valutari di eccezionale ampiezza hanno determinato un enorme accumulo di riserve in dollari USA e, in alcuni casi, un abbassamento dei tassi ufficiali maggiore di quanto si sarebbe altrimenti verificato. La resistenza al deprezzamento del dollaro ha probabilmente contribuito alla rapida espansione della liquidità mondiale (si veda la *74ª Relazione annuale* per una trattazione più approfondita).

... curve di Phillips
nel breve periodo
apparentemente
piatte ...

Terzo, l'apparente appiattimento della curva di Phillips negli anni sessanta aveva suscitato nelle autorità un ingannevole senso di sicurezza, inducendole a credere che un'azione di stimolo dell'economia non si sarebbe tradotta in un aumento dell'inflazione (grafico IV.11). In quegli anni, la curva di Phillips aveva un influsso determinante sul modo in cui i responsabili delle politiche, e gli economisti più in generale, consideravano il nesso tra politica monetaria ed economia reale.



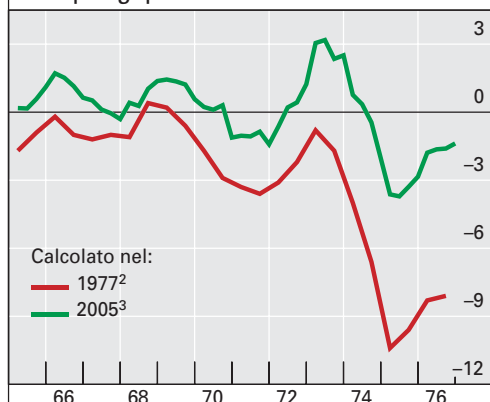
Anche oggi il *trade-off* a breve tra prodotto e inflazione ha assunto un profilo decisamente piatto, un fenomeno ancor più pronunciato che negli anni sessanta sia in termini di appiattimento che di basso livello della curva. Come si può rilevare dal grafico IV.11, negli anni recenti l'attività economica pare aver influito in misura modesta su aspettative inflazionistiche ben ancorate su valori bassi. Inoltre, dopo essere caduto in discredito negli anni ottanta, da qualche tempo il modello di Phillips ha ridestato un considerevole interesse. La curva di Phillips nekeynesiana dischiude una nuova prospettiva sul *trade-off* a breve tra prodotto e inflazione, ma esclude una simile correlazione nel lungo periodo.

Quarto, nel periodo tra fine anni sessanta e inizi anni settanta le misure convenzionali delle pressioni inflazionistiche di fondo trasmettevano segnali contraddittori, se non addirittura distorti. Una principale fonte di errore risiedeva nel fatto che allora si presumeva che l'*output gap* fosse ampio e di segno negativo. Per giunta, i tassi di disoccupazione erano in aumento. A quell'epoca, l'apparente incoerenza tra le stime di un crescente sottoutilizzo abbinato a una dinamica ascendente dei prezzi aveva indotto a ipotizzare un cambiamento fondamentale nel processo inflazionistico. Alcuni analisti erano dell'opinione che un inasprimento della politica monetaria non fosse urgente, in quanto ritenevano che in una situazione di sottoccupazione l'aumento dell'inflazione si sarebbe spontaneamente riassorbito. Altri abbandonarono l'approccio tradizionale della curva di Phillips a favore di un modello in cui l'economia era soggetta a "limiti di velocità". Secondo tale teoria, l'aumento dell'inflazione agli inizi degli anni settanta veniva interpretato come una risposta a un cambiamento nell'impiego delle risorse piuttosto che al suo livello. Solo in seguito, e con il senno di poi, si è capito che la situazione era dovuta, almeno in parte, a semplici errori di misurazione (grafico IV.12): quel periodo era in realtà caratterizzato da un eccesso di domanda. Un problema di fondo era che la crescita della produttività aveva cominciato a decelerare e che ciò non era stato percepito a quell'epoca (grafico IV.13). Inoltre, si riteneva che i crescenti

... segnali potenzialmente erronei circa il sottoccupazione di risorse ...

G10: output gap e disoccupazione, 1965-1976

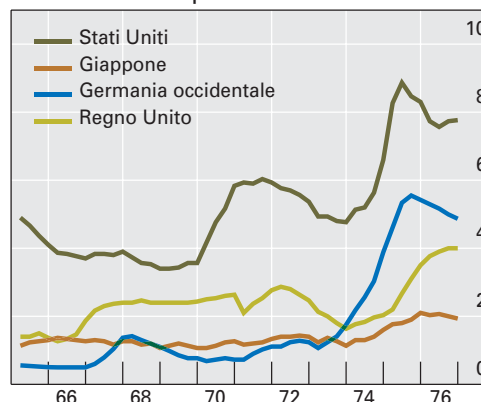
Output gap¹



¹ Esclusi Belgio e Svizzera. ² Dati semestrali OCSE. ³ Media ponderata dei dati trimestrali OCSE in base al PIL e alle PPA del 2000; per alcuni paesi, retrodatata mediante un filtro Hodrick-Prescott sul PIL reale. ⁴ In percentuale.

Fonti: OCSE, *Towards full employment and price stability* (1977) ed *Economic Outlook*; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Tassi di disoccupazione⁴



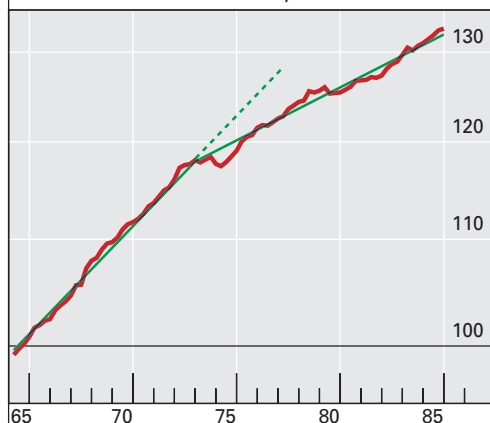
tassi di disoccupazione rappresentassero un fenomeno ciclico, mentre erano dovuti in ampia misura a tendenze demografiche e alle accresciute erogazioni previdenziali. Nello stesso tempo, i responsabili delle politiche dovevano fare i conti con significativi sviluppi dal lato dell'offerta, in particolare i prezzi del petrolio a metà anni settanta, che rendevano ancor più opaca la situazione.

Ancora oggi le incertezze circa le stime in tempo reale dell'*output gap*, i tassi di disoccupazione non generatori di inflazione (*non-accelerating inflation*

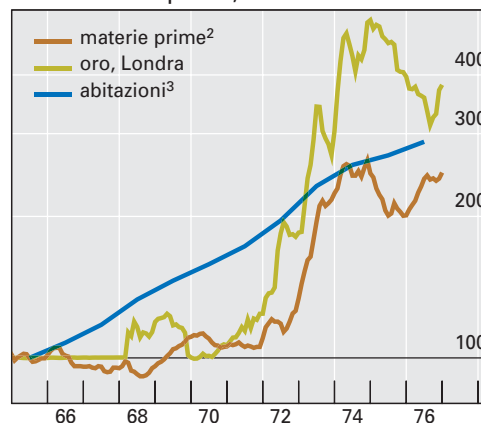
G10: produttività del lavoro e dinamica dei prezzi

1965 = 100; scale semilogaritmiche

Produttività del lavoro, 1965-1985¹



Dinamica dei prezzi, 1965-1976



¹ Esclusi i Paesi Bassi. Definita come rapporto tra PIL reale e occupazione nell'intera economia. Media ponderata, in base al PIL e alle PPA del 2000; discontinuità del *trend* nel 1° trimestre 1974 stimata usando il test di Chow. ² Esclusi i beni energetici. ³ Media ponderata (impiegando i dati disponibili) per i paesi del G10 (esclusa l'Italia); per il Giappone, prezzi dei terreni.

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

Grafico IV.13

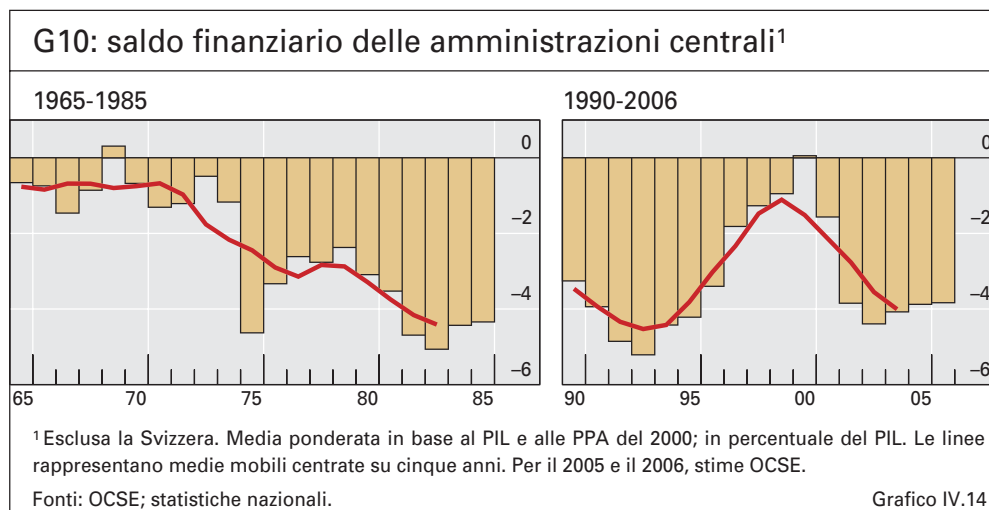
rate of unemployment, NAIRU) e altre misure di sottoimpiego possono essere tali da non consentire ai responsabili delle politiche di valutare con una certa precisione le spinte inflazionistiche. A complicare il quadro macroeconomico contribuiscono altre questioni fondamentali, come le tendenze della produttività interna e dei mercati del lavoro, nonché le implicazioni dal lato dell'offerta dei recenti movimenti dei prezzi delle materie prime. L'incipiente aumento dell'inflazione è stato attribuito da alcuni, nonostante quella che considerano una situazione di sottoimpiego aggregato a livello globale, all'agire di nuovi limiti di velocità in alcuni settori, specie in quelli ad alta intensità di materie prime.

Quinto, agli inizi degli anni settanta i prezzi del petrolio e di altre materie prime erano saliti drammaticamente a livelli che oltrepassavano di gran lunga i loro tradizionali margini di fluttuazione. Anche in termini reali i corsi del petrolio avevano toccato valori senza precedenti, superati solo durante la seconda crisi petrolifera a fine decennio (Capitolo III). Inoltre, i prezzi di molti beni che fungono da rifugio contro l'inflazione, come materie prime non petrolifere e immobili, avevano registrato a quell'epoca nuovi massimi (grafico IV.13). Tuttavia, i tempi con cui questi indicatori hanno raggiunto il punto di svolta non sono stati molto uniformi. Se l'andamento recente dei prezzi del petrolio e di altre materie prime ha evocato vari parallelismi con il periodo precedente, viene forse ricordata meno un'altra interessante analogia con l'attuale evoluzione costituita dal rincaro dei prezzi immobiliari registrato a cavallo fra gli anni sessanta e settanta (Capitolo II).

Infine, agli inizi degli anni settanta le politiche fiscali divennero alquanto espansive, dato il sensibile ampliamento dei disavanzi di bilancio (grafico IV.14). Così come era avvenuto per la politica monetaria, anche quella di bilancio subiva in genere il condizionamento degli obiettivi di stabilizzazione keynesiani dell'epoca. Si mirava a temperare le oscillazioni del ciclo economico, sebbene i ritardi negli effetti delle politiche tendessero talora ad amplificare, anziché mitigare, tali oscillazioni. A metà degli anni settanta avevano cominciato a emergere seri disavanzi strutturali, rimasti elevati anche se

... elevati prezzi del petrolio e di altre materie prime ...

... e politiche di bilancio espansive



le recessioni economiche erano divenute meno frequenti e volatili che in precedenza. Dopo i notevoli progressi compiuti verso la fine degli anni novanta nel riportare sotto controllo i conti pubblici, oggi hanno fatto la loro ricomparsa disavanzi strutturali di più ampie proporzioni (Capitolo II).

Queste analogie, per quanto rilevanti, non preconizzano necessariamente un prossimo ritorno al contesto inflazionistico degli anni settanta. Per una migliore comprensione della problematica può essere istruttivo considerare gli insegnamenti tratti da quell'esperienza e porre in risalto alcune importanti differenze rispetto alla situazione odierna.

Insegnamenti tratti dalla passata esperienza

Gli insegnamenti appresi sottolineano l'importanza che rivestono:

La lezione della fine degli anni sessanta e degli anni settanta non è unidimensionale. Nessun singolo sviluppo avverso può essere ritenuto plausibilmente responsabile di quello che è stato uno dei peggiori periodi di *performance* economica degli ultimi cinquant'anni. La responsabilità va attribuita al concorso di eventi economici impreveduti e sfavorevoli e di errori di politica economica sommati a un panorama economico-finanziario in trasformazione che non era stato colto appieno dalle autorità. Dal punto di vista pratico della politica monetaria, tre insegnamenti meritano un approfondimento.

la stabilità dei prezzi ...

Il primo riguarda l'importanza della stabilità dei prezzi e la necessità di disporre degli strumenti istituzionali per conseguirla. Gli elevati costi di un'alta inflazione sono divenuti fin troppo evidenti nel corso degli anni settanta: tempo e sforzi sprecati per contrastare gli effetti dell'inflazione sulle attività nominali e decisioni di investimento distorte a causa di regimi tributari non pienamente indicizzati. L'alta inflazione ha avuto costi addizionali perché associata a una forte variabilità, e tra questi rientra non da ultimo una maggiore volatilità del prodotto causata dalla confusione dei segnali economici trasmessi dai movimenti dei prezzi relativi e da elevati premi di rischio inflazionistico sulle attività finanziarie. Gli anni settanta hanno anche dimostrato come non vi siano benefici di lungo periodo derivanti da un'alta inflazione; l'opinione dell'epoca secondo cui esisteva un *trade-off* positivo tra inflazione e crescita del prodotto nel lungo periodo era semplicemente sbagliata. Semmai, tale correlazione era negativa a causa degli effetti deleteri sulla crescita causati dall'alta inflazione. Alla luce di questa esperienza non sorprende che con il tempo sia andato maturando un consenso accademico, politico e sociale a favore della lotta all'inflazione. La lezione appresa ha fornito anche un supporto alla generale tendenza verso il conferimento di una più ampia autonomia alla banca centrale nel perseguire mandati maggiormente orientati alla stabilità dei prezzi.

... una risposta precoce alle pressioni inflazionistiche ...

Come secondo insegnamento si è compreso che la risposta alle pressioni inflazionistiche deve essere rapida e vigorosa. Negli anni settanta le autorità perseguivano in genere politiche accomodanti come strumento per stimolare l'attività economica, anche quando l'inflazione era in aumento. Ciò rifletteva in parte un'errata percezione circa i costi inflazionistici, nonché l'inclinazione e la probabilità di spostamenti della curva di Phillips. Divenne altresì chiaro che quanto più si tardava nel contrastare lo slittamento verso l'alto delle aspettative tanto più oneroso sarebbe stato il ripristino della stabilità dei

prezzi. Non sorprende quindi che nel trascorso decennio le autorità siano state molto più sollecite nell'inasprire la politica monetaria all'emergere di chiari segnali inflazionistici. Questo comportamento è stato vitale per il successo delle banche centrali nel conseguire e mantenere la stabilità dei prezzi.

Un esempio più specifico di questa lezione generale è il riconoscimento della necessità di reagire aggressivamente agli effetti di secondo impatto del rincaro del petrolio. L'effetto di primo impatto genera un iniziale aumento dell'inflazione in proporzione alla componente energetica nell'indice dei prezzi. Un aumento *una tantum* nel livello dei prezzi non avrebbe di per sé conseguenze durature sull'inflazione e non richiederebbe quindi un significativo riorientamento della politica monetaria. Tuttavia, se esso determinasse un incremento delle aspettative inflazionistiche – l'effetto di secondo impatto – potrebbe innescarsi una spirale salari-prezzi. Gli anni settanta hanno insegnato alle autorità monetarie che una risposta risoluta potrebbe scongiurare tali effetti secondari. Infatti, allorché questa lezione è stata applicata all'epoca della seconda crisi petrolifera, alcune banche centrali, come la Deutsche Bundesbank, la Bank of Japan e la Banca nazionale svizzera, hanno ottenuto risultati decisamente migliori in termini di inflazione.

Il terzo insegnamento tratto dall'esperienza degli anni settanta è che bisogna essere molto cauti nel valutare il grado di sottoimpiego delle risorse. Si tratta di un concetto teorico difficile da misurare con una certa precisione, in quanto implica che sia fatto affidamento su grandezze non osservabili direttamente, come il prodotto potenziale o il NAIRU. Questi parametri possono subire mutamenti in modi imprevedibili e a lungo non individuabili. La decelerazione della produttività strutturale negli anni settanta, per ragioni che non sono ancora del tutto chiare, offre un buon esempio di come gli sviluppi economici possano condurre a un'errata percezione del sottoimpiego che a sua volta si traduce in un'impostazione della politica monetaria più accomodante del dovuto. La possibilità che ciò avvenga mostra come sia importante disporre di dati affidabili in tempo reale e di verifiche incrociate con altre evidenze disponibili. Ma soprattutto essa implica la necessità di incorporare nelle decisioni di politica monetaria le intrinseche incertezze che caratterizzano il grado di conoscenza del contesto economico da parte delle autorità.

... una valutazione prudente del grado di sottoimpiego

A decenni di distanza è ipotizzabile uno scenario diverso

Grazie a questi insegnamenti appare poco probabile che le banche centrali commettano i medesimi errori e che quindi la storia si ripeta. Non si può naturalmente escludere la possibilità che si verifichi un inatteso acutizzarsi delle pressioni inflazionistiche o persino dell'inflazione, ma vi è motivo di ritenere che, se ciò dovesse avvenire, l'azione per contrastare tali pressioni sarebbe più risoluta e la situazione sarebbe riportata sotto controllo più rapidamente che in passato.

Tre fondamentali cambiamenti nel contesto economico:

La conclusione che la storia non si ripeterà è suffragata anche da una serie di fattori che chiaramente differenziano la situazione economica attuale da quella di fine anni sessanta-inizi anni settanta. Tali differenze riguardano la dinamica salariale, gli effetti della globalizzazione in atto e il ridimensionato ruolo del petrolio.

Correlazione inflazione/crescita dei salari: un confronto storico						
	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Italia	Regno Unito
1965-1979	0,76	0,95	0,47	0,75	0,54	0,71
1991-2004	0,28	0,53	0,19	0,11	0,18	0,56

Nota: le cifre indicano le correlazioni fra le variazioni percentuali annue dei prezzi al consumo e dei costi unitari del lavoro.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella IV.1

moderazione
della dinamica
salariale ...

Nel precedente periodo la dinamica dei salari era in genere più strettamente correlata all'inflazione di quanto lo sia oggi (tabella IV.1), e ciò per effetto di due principali fattori. Anzitutto, quegli anni erano caratterizzati da un forte potere sindacale e da aggressive contrattazioni salariali, la cui veemenza, specie nel continente europeo, si manifestava anche sotto forma di scioperi. Dal punto di vista politico, un po' più di inflazione in cambio di meno scioperi poteva apparire un'opzione attraente, soprattutto in un'epoca in cui era minore l'indipendenza delle autorità monetarie. Secondariamente, le politiche dei redditi erano molto più diffuse, creando un legame più stretto tra crescita dei salari e inflazione. Questa circostanza ha assunto particolare rilievo negli anni settanta, quando i prezzi del petrolio e di altre materie prime erano in rapida ascesa. Le clausole di indicizzazione dei salari generavano guadagni nominali di reddito non compatibili con i maggiori trasferimenti reali ai paesi esportatori di quei prodotti. Pertanto, di diritto o di fatto, i meccanismi della scala mobile hanno avuto anche l'effetto di protrarre nel tempo l'inflazione dei prezzi di beni e servizi.

Oggi i mercati del lavoro sono molto più competitivi e guidati dal libero gioco della domanda e dell'offerta, il potere negoziale delle organizzazioni sindacali si è ridimensionato ed è considerevolmente diminuito il grado di aggressività delle contrattazioni salariali. La spiegazione risiede in parte nel fatto che l'elasticità dell'offerta di lavoro è aumentata direttamente per effetto dei flussi migratori e indirettamente per effetto dell'interscambio e della contendibilità del mercato. Quali che siano le cause della maggiore quiescenza dei mercati del lavoro, rispetto agli anni settanta si è allentato il legame tra crescita salariale e inflazione ed è diminuita la quota del reddito da lavoro. Questa evoluzione dei mercati del lavoro ha contribuito ad attenuare la trasmissione di shock inflazionistici di vario tipo e quindi anche a mantenere saldamente ancorate verso il basso le aspettative di inflazione (Capitolo II).

... crescente
globalizzazione ...

Una seconda differenza, peraltro collegata alla prima, risiede nelle mutate condizioni globali dal lato dell'offerta – frutto di una serie di tendenze più favorevoli – che hanno concorso a tenere a bada le spinte inflazionistiche. In aggiunta agli elevati guadagni di produttività con risparmio di manodopera che hanno accelerato la crescita del prodotto senza esercitare pressioni dal lato dei costi, il cambiamento più sensazionale è stato il sopravvento della globalizzazione. Non vi è dubbio che la penetrazione delle esportazioni giapponesi e coreane negli anni sessanta e settanta sia stata rilevante, ma quella dei prodotti provenienti dall'Asia, e in particolare dalla Cina, rappresenta

oggi un fattore ancor più importante che ha agito nel senso di comprimere i prezzi delle importazioni e i salari nella maggior parte dei paesi industriali (Capitolo II). Anche il rapido processo di deregolamentazione ha rafforzato le spinte disinflazionistiche, specie nelle economie emergenti, per effetto della più serrata concorrenza di prezzo.

La terza differenza tra il contesto macroeconomico attuale e quello degli anni settanta concerne il petrolio. Vi sono buone ragioni per credere che gli effetti inflazionistici esercitati dal rincaro del greggio siano meno significativi nell'attuale situazione economica (Capitolo II). In particolare, la dipendenza dal petrolio, in termini di barili per dollaro di PIL, delle maggiori economie industriali è molto diminuita oggi in seguito alla diffusione di tecnologie a più efficiente impiego energetico e allo spostamento di lungo periodo verso il settore dei servizi a scapito di quello manifatturiero. Per i paesi industriali le stime attuali delle elasticità dell'inflazione e del prodotto in relazione al prezzo del petrolio sono minori di quanto lo fossero negli anni settanta.

... più favorevole correlazione tra prezzi del petrolio e macroeconomia

Nuovi rischi all'orizzonte?

Sebbene gli insegnamenti appresi dai passati errori siano di notevole conforto, esiste pur sempre la possibilità che vengano commessi nuovi e differenti errori. I rischi maggiori raramente scaturiscono dal ripetersi di circostanze analoghe, bensì originano di norma da sviluppi imprevisi nel contesto generale, ed economico in particolare. Come illustra l'esperienza dei primi anni settanta, è precisamente dall'interazione tra le politiche poste in essere e un dato contesto che possono insorgere sfide nuove e inattese.

Anche se la storia non si ripeterà tale e quale, esistono rischi significativi ...

Da questo punto di vista, gli sviluppi imprevisi che immancabilmente si verificano giovano a ricordare i limiti che incontra la nostra comprensione delle dinamiche di una moderna economia. Gli esempi abbondano. Uno di essi è la tendenza per gran parte del periodo disinflazionistico e anche in epoca più recente a sovrastimare sistematicamente l'inflazione futura; inoltre la dinamica dei prezzi pare essere ora meno reattiva agli indicatori di pressioni interne da eccesso di domanda (Capitolo II). Questa è l'immagine speculare della sistematica tendenza a sottostimare l'inflazione futura durante il periodo che va dalla fine degli anni sessanta agli inizi degli anni settanta. Un secondo sviluppo impreveduto è la presenza di tassi ufficiali e di mercato che appaiono decisamente inferiori ai livelli compatibili con una crescita non inflazionistica di lungo periodo, unitamente al permanere di un'inflazione alquanto modesta. E un ultimo esempio è la serie di cicli *boom and bust* del credito e dei prezzi delle attività, in entrambi i casi con conseguenze destabilizzanti per l'economia (grafico IV.15). Ciò è avvenuto nonostante la conquistata stabilità dei prezzi, smentendo l'aspettativa che cicli simili sarebbero scomparsi di pari passo con il venir meno dell'inflazione.

... derivanti da un mutato processo inflazionistico, tassi ufficiali bassissimi e accelerazione dei prezzi delle attività e del credito

Si possono prefigurare paradigmi in grado di fornire una spiegazione a questi sviluppi sorprendenti. Ad esempio, si potrebbe paradossalmente affermare che le nuove sfide cui sono confrontate oggi le banche centrali abbiano in parte origine dal concorso di tre sviluppi indubbiamente favorevoli: globalizzazione dell'economia reale; mercati finanziari liberalizzati; credibilità dell'impegno antinflazionistico. In quest'ottica, la globalizzazione alimenta le

G10: debito, credito e prezzi delle attività¹

Debito delle famiglie e prezzi delle abitazioni



Credito e prezzo aggregato delle attività



¹ Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000; per il 1970 e il 2004, dati parzialmente stimati. Scostamenti dal *trend* calcolati usando il filtro Hodrick-Prescott. ² In percentuale del PIL. ³ Prezzi nominali corretti per il deflatore dei consumi privati. ⁴ Media geometrica ponderata, in base ai dati sulla ricchezza netta, di tre categorie di attività (azioni, immobili residenziali e immobili commerciali).

Fonti: OCSE; statistiche nazionali; elaborazioni e stime BRI.

Grafico IV.15

forze disinflazionistiche di fondo, la liberalizzazione finanziaria allenta i vincoli su processi interattivi tra credito e prezzi delle attività che tendono ad autorafforzarsi e la credibilità dell'impegno antinflazionistico fornisce un ancoraggio alle aspettative che può ritardare la traslazione sui prezzi delle pressioni da eccesso di domanda (si vedano le Conclusioni di questa Relazione).

Ciò nonostante, è difficile comprendere tutte le implicazioni di ogni singola trasformazione strutturale, per non parlare delle loro interazioni. Vi è chiaramente molta incertezza in merito ai processi in atto. Ciò rende senza dubbio più complessa l'impostazione della politica monetaria. Tali cambiamenti possono non solo alterare il meccanismo di trasmissione degli shock esogeni e degli impulsi monetari, ma anche modificare i rischi a venire.

Alcune delle sfide concrete che le banche centrali hanno dovuto affrontare di recente sono sintomatiche di questa situazione. In taluni paesi, come la Svezia, la discesa dell'inflazione ben al di sotto dei valori programmati in presenza di una robusta crescita economica ha indotto a chiedersi se non fosse opportuno un ulteriore allentamento della politica monetaria. Tuttavia, un'azione in tal senso potrebbe facilmente accentuare i segnali di incipienti squilibri finanziari nel mercato delle abitazioni, con il pericolo di una drastica correzione in futuro. La debole reattività dell'inflazione alle pressioni della domanda interna può acuire il dilemma, nella misura in cui richiederebbe un grado di allentamento maggiore per riportare la dinamica dei prezzi sui valori desiderati. Più in generale, in molti paesi i livelli relativamente alti di indebitamento delle famiglie e dei prezzi delle abitazioni complicano le strategie di uscita dall'attuale indirizzo accomodante. Ciò rende evidentemente più difficile calibrare i tempi della stretta monetaria, essendo più incerta la reazione dei prezzi delle attività e quindi delle decisioni di spesa. In Australia, un modesto rialzo di 25 punti base del tasso ufficiale si è accompagnato a un significativo raffreddamento del mercato immobiliare. Scelte più decise

Nuove sfide per le banche centrali

si imporrebbero in presenza di un'improvvisa impennata dell'inflazione riconducibile agli effetti ritardati di pressioni dal lato della domanda o ai più alti prezzi dell'energia. In tali circostanze, non è inconcepibile che un innalzamento dei tassi considerato in generale appropriato possa innescare involontariamente un processo di disinflazione indesiderata.

Questi esempi stanno a indicare che oggi, come in passato, le banche centrali devono essere consapevoli dei limiti della propria conoscenza ed essere attente a non confondere il consenso con la reale comprensione dei fatti. E devono restare vigili di fronte alla possibilità che emergano rischi di origine imprevista. Nulla può sostituirsi a un'accurata valutazione dell'evolversi delle condizioni e dei processi economici. Per quanto importanti siano gli insegnamenti appresi dalla passata esperienza, è pur vero che, come ribadito nelle Conclusioni di questa Relazione, l'apprendimento è un processo che non ha mai fine.

V. Gli andamenti nei mercati dei cambi

Aspetti salienti

Il generale indebolimento del dollaro USA per gran parte del 2004 è l'aspetto che ha contraddistinto i mercati valutari durante il periodo in esame. Come nei due anni precedenti, il dollaro si è deprezzato in misura pronunciata nei confronti dell'euro, dello yen e di una serie di altre valute fluttuanti. Diversamente da tale periodo, invece, esso ha perso terreno anche nei confronti delle divise di vari paesi asiatici emergenti. Fra gennaio e metà aprile 2005, tuttavia, la tendenza calante della moneta americana si è parzialmente invertita.

Sui movimenti dei cambi paiono aver agito tre fattori principali, che hanno sospinto il dollaro in direzioni diverse. In primo luogo, l'attenzione degli operatori per l'ampliarsi del disavanzo corrente statunitense e per quello che veniva percepito come un eccesso latente di dollari nei portafogli delle banche centrali asiatiche sembra aver agito nel senso di deprimere la valuta USA. In secondo luogo, nei primi mesi del 2005, le mutate aspettative circa gli andamenti relativi della crescita del prodotto e dei tassi di interesse – manifestatesi fra l'altro nella diffusione delle strategie di *carry trade* – hanno invece favorito il dollaro. Infine, l'accumulo di riserve ufficiali in Asia ha limitato il deprezzamento della moneta statunitense rispetto a una serie di valute emergenti della regione. Nondimeno, rispetto agli anni precedenti un numero maggiore di monete ha segnato significativi apprezzamenti nei confronti del dollaro.

Le condizioni sui mercati valutari sono state caratterizzate da un basso livello di volatilità a breve termine e da ingenti volumi di scambi, apparentemente riconducibili all'intensa attività degli investitori istituzionali e degli operatori ad alta leva finanziaria.

Una questione discussa nel corso del capitolo è la possibilità che la configurazione degli squilibri di parte corrente e la composizione valutaria dei portafogli globali – due aspetti interconnessi ma distinti – rappresentino entrambi o singolarmente un problema per il sistema monetario internazionale. Benché senza dubbio insostenibile nel tempo, l'accumulo degli squilibri correnti potrebbe trovarsi in una fase meno avanzata di quanto spesso si ritenga, ed è possibile che siano i vincoli politici a intervenire prima ancora di quelli economici. I potenziali squilibri di portafoglio, dal canto loro, sono meno evidenti di quanto frequentemente si presume. Un ulteriore consistente restringimento della zona del dollaro nell'economia mondiale potrebbe infine determinare uno squilibrio nella composizione per valute dei portafogli internazionali.

Movimenti dei tassi di cambio: i fatti

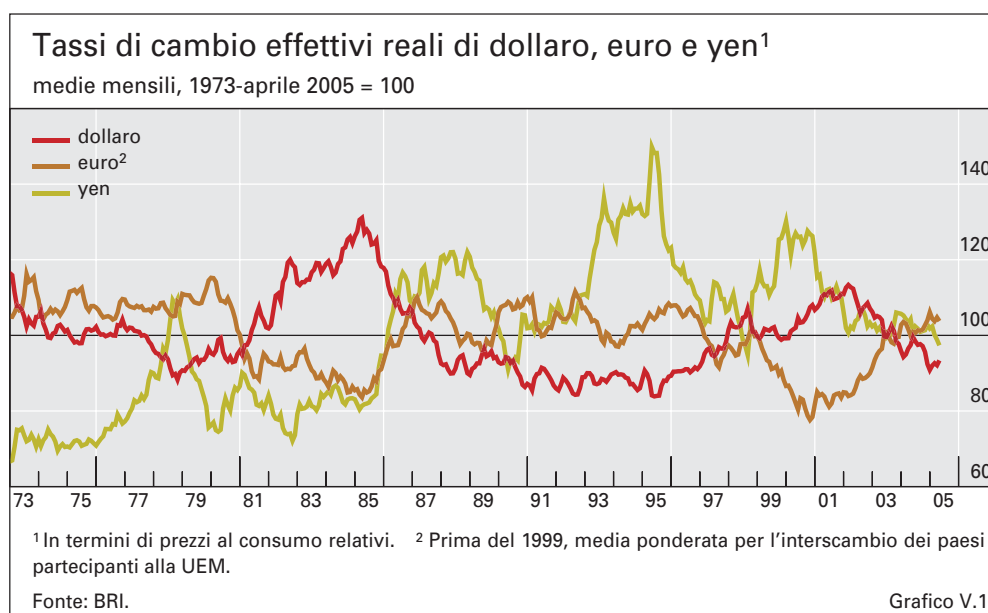
Il periodo sotto rassegna può essere suddiviso in due fasi principali. Durante la prima, da metà maggio a fine dicembre 2004, è proseguita la generale flessione del dollaro cominciata agli inizi del 2002. Il calo della moneta americana è stato particolarmente pronunciato nell'ultimo trimestre 2004: a fine anno essa aveva perso circa il 22% in termini effettivi reali rispetto al massimo del gennaio 2002 (grafico V.1). L'euro ha invece concluso il 2004 su un valore superiore del 23% al minimo del gennaio 2002, mentre lo yen è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al livello di tre anni prima.

L'apprezzamento delle altre valute sul dollaro nel 2004 non è stato uniforme. Tra maggio e dicembre la moneta statunitense ha perso il 13% nei confronti dell'euro, che il 30 dicembre ha raggiunto il massimo storico a \$1,36 (grafico V.2). Il dollaro si è altresì indebolito, benché in misura minore (7%), sullo yen. A differenza degli anni precedenti, il Ministero delle Finanze giapponese non è intervenuto per frenare l'apprezzamento della moneta nazionale a partire da metà marzo 2004. Fra le valute che si sono rafforzate in misura significativa rispetto al dollaro USA figurano anche i dollari neozelandese e canadese (saliti rispettivamente del 14 e 13%), la sterlina britannica (8%) e il dollaro australiano (7%) (grafico V.3). Il dollaro USA è inoltre arretrato nei confronti di gran parte delle monete europee esterne all'area dell'euro.

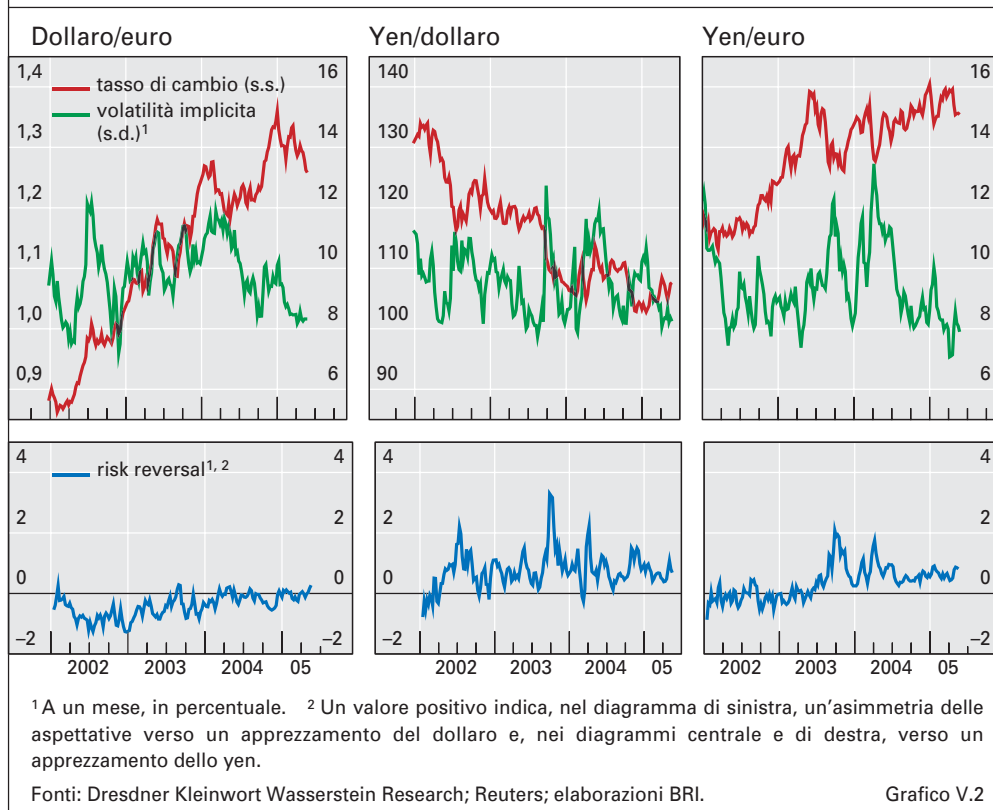
Durante questo periodo l'euro si è apprezzato del 6% sullo yen che, come in precedenza, si è pertanto collocato in posizione intermedia fra la moneta europea e quella statunitense. L'euro si è altresì rafforzato nei confronti del dollaro australiano (5%) e della sterlina britannica (4%), mentre è rimasto sostanzialmente stabile sul franco svizzero, la corona svedese, la corona norvegese e i dollari canadese e neozelandese.

Analogamente a quanto era avvenuto negli anni scorsi, anche varie divise di paesi emergenti si sono notevolmente apprezzate sul dollaro (grafico V.4). Rispetto al passato, tuttavia, all'elenco si sono aggiunte diverse

Generale
deprezzamento del
dollaro nel 2004 ...



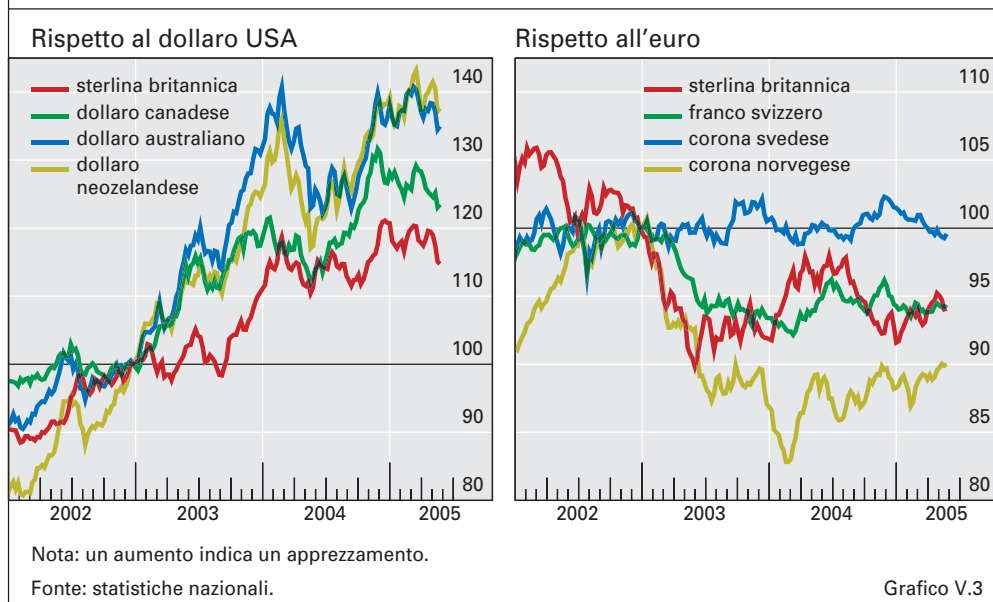
Tassi di cambio, volatilità implicita e risk reversal di dollaro, euro e yen

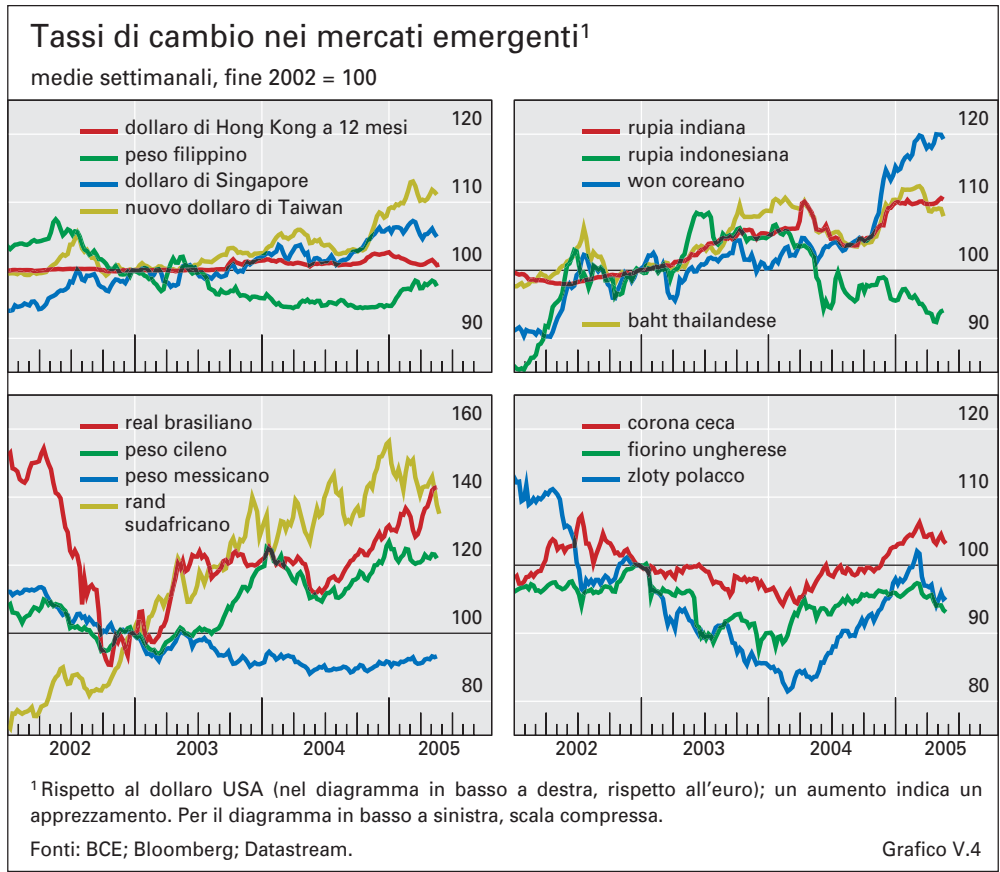


monete asiatiche (soprattutto il won coreano e, in misura minore, il baht thailandese, la rupia indiana e il nuovo dollaro di Taiwan). Se si eccettua il won, le valute dei mercati asiatici emergenti hanno subito un generale

Tassi di cambio di altri paesi industriali

medie settimanali, fine 2002 = 100





indebolimento nei confronti dello yen. In America latina l'apprezzamento del real brasiliano e del peso cileno sul dollaro fra metà maggio 2004 e gli inizi del 2005 è stato notevole. Il rand sudafricano ha proseguito la sua tendenza fortemente ascendente sulla moneta USA, mentre le valute di diversi paesi dell'Europa orientale – e in particolare la corona ceca, lo zloty polacco e il fiorino ungherese – hanno messo a segno guadagni sensibili nei confronti non solo del dollaro ma anche dell'euro.

Nella seconda fase, compresa tra gli inizi di gennaio e la metà di aprile 2005, il dollaro ha recuperato parte del terreno perduto rispetto alla maggior parte delle valute. Il recupero, che ha coinciso con la diffusione di dati macroeconomici più favorevoli negli Stati Uniti, ha fatto guadagnare al dollaro circa il 6% sull'euro e sullo yen e il 3-4% sulla sterlina britannica e sui dollari canadese, australiano e neozelandese. Le principali eccezioni a questo andamento sono rappresentate dalle divise dei mercati asiatici emergenti, che hanno continuato a rafforzarsi sia sul dollaro sia sullo yen.

Tali sviluppi si sono accompagnati a mutamenti nel clima di mercato, come indicano i prezzi delle opzioni. Per gran parte del 2004 la valutazione degli operatori circa le probabilità di un forte apprezzamento ovvero di un forte deprezzamento del dollaro – rispecchiata dai *risk reversal* – propendeva sensibilmente verso la seconda possibilità (grafico V.2). Ciò è risultato particolarmente evidente sul mercato yen/dollaro. Le condizioni hanno tuttavia cominciato a cambiare agli inizi del 2005, in un contesto in cui i prezzi delle opzioni segnalavano maggiore ottimismo verso la moneta americana. La

... in parte riassorbito agli inizi del 2005

Mutamento del clima di mercato ...

Volume segnalato degli scambi sui mercati valutari, per controparte¹

medie giornaliere in aprile, in miliardi di dollari USA

	1992	1995	1998	2001	2004
Operatori dichiaranti	540	729	908	689	936
Altre istituzioni finanziarie	97	230	279	329	585
Clientela non finanziaria	137	178	242	156	252
Lacuna stimata nelle segnalazioni	44	53	60	26	107
Totale: operazioni "tradizionali"	818	1 190	1 490	1 200	1 880

¹ Depurato delle duplicazioni a livello locale e internazionale.

Fonte: BRI, *Triennial Central Bank Survey*, marzo 2005.

Tabella V.1

precedente asimmetria è quasi scomparsa; il mercato ha attribuito un peso pressoché uguale alle due probabilità.

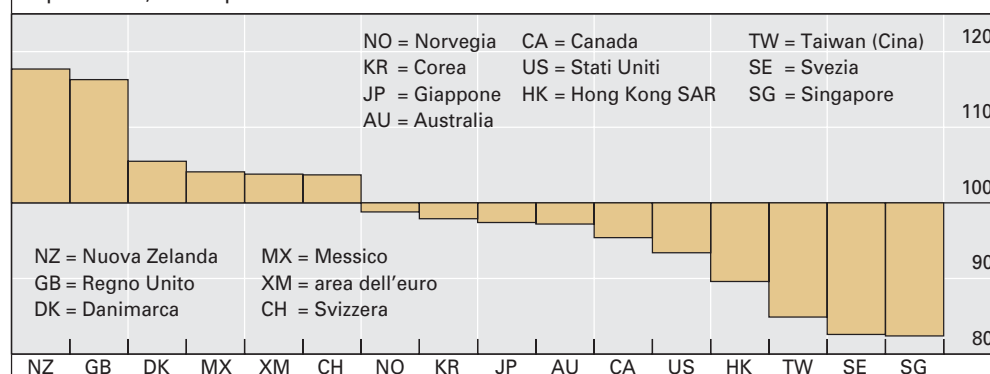
... sullo sfondo di elevati volumi di contrattazione ...

Questi andamenti generali sono intervenuti sullo sfondo di due importanti sviluppi nelle condizioni dei mercati dei cambi. In primo luogo, come risulta dall'Indagine triennale delle banche centrali per il 2004 e da fonti di mercato, fra il 2001 e il 2004 vi è stata un'espansione generalizzata delle contrattazioni (tabella V.1). Nell'aprile 2004 il *turnover* medio giornaliero ammontava a \$1,9 trilioni, con un incremento del 36% a tassi di cambio costanti sullo stesso mese del 2001, che ha più che compensato la contrazione registrata fra il 1998 e il 2001. La crescita è stata particolarmente pronunciata nel segmento delle contrattazioni fra banche e clientela finanziaria, la cui quota sul totale è salita dal 28 al 33% grazie soprattutto alla maggiore attività che avrebbe caratterizzato gli investitori istituzionali, gli operatori con forte grado di leva e i tesoriere di società. In secondo luogo, analogamente a quanto è avvenuto in altri mercati finanziari (Capitolo VI), sia la volatilità storica sia quella implicita hanno avuto la tendenza a scendere o a mantenersi su livelli relativamente bassi. Nell'insieme, pertanto, i mercati valutari sono

... e di una bassa volatilità

Tassi di cambio effettivi reali in una prospettiva di lungo periodo¹

aprile 2005, 1973-aprile 2005 = 100



¹ Per ulteriori informazioni, si veda il grafico V.1.

Fonte: BRI.

Grafico V.5

stati ancora contraddistinti da condizioni ordinate e da un grado elevato di liquidità.

Nel misurare l'ampiezza dei movimenti dei principali cambi, due aspetti meritano particolare attenzione. Anzitutto, la variazione delle monete del G3 fra gennaio 2002 e dicembre 2004 risultava ancora inferiore alla correzione intervenuta alla metà degli anni ottanta, allorché la valuta USA perse circa il 50% sulle altre divise principali dopo la sua fortissima ascesa nella prima parte di quel decennio (grafico V.1). In secondo luogo, oggi le valute maggiori non si discostano molto dalle medie post-Bretton Woods in termini effettivi reali (grafico V.5). Nell'aprile 2005 il tasso di cambio effettivo reale del dollaro era inferiore di appena il 6% al proprio valore medio dal 1973, mentre quelli dell'euro e dello yen si collocavano su livelli prossimi alle rispettive medie di lungo periodo. Soltanto il dollaro neozelandese, la sterlina britannica, il nuovo dollaro di Taiwan, la corona svedese e il dollaro di Singapore presentavano uno scarto superiore al 15% rispetto alle loro medie.

Minore flessione del dollaro rispetto a metà degli anni ottanta

Movimenti dei tassi di cambio: le determinanti

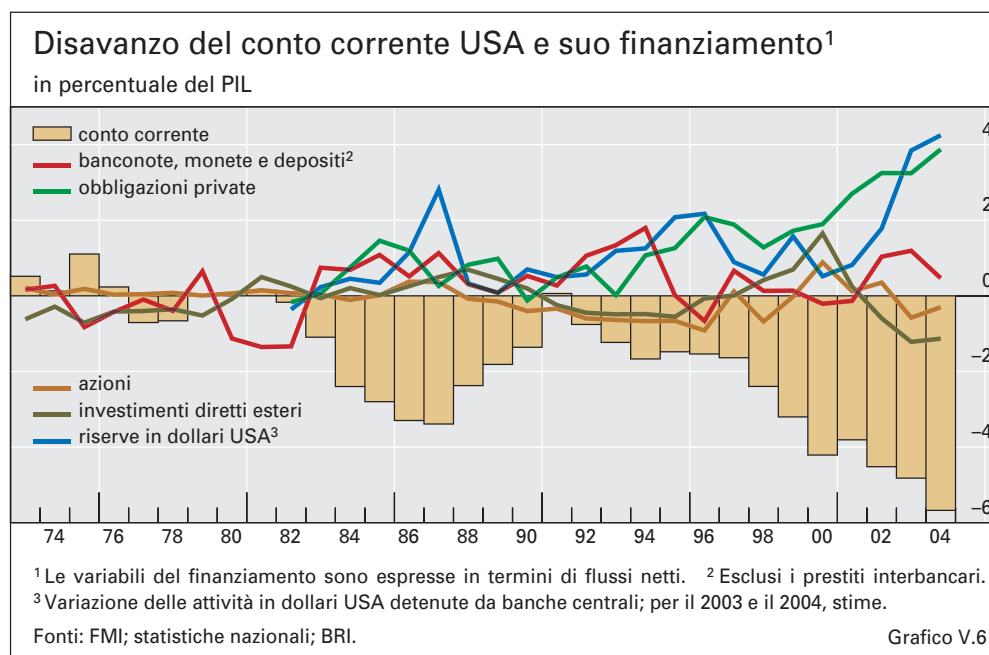
Nel periodo sotto rassegna tre fattori principali paiono aver influito sugli andamenti generali dei cambi. In primo luogo, sembra aver pesato in misura significativa sul dollaro l'attenzione dei mercati per lo squilibrio dei conti con l'estero degli Stati Uniti e per il ruolo della valuta statunitense nei portafogli internazionali. In secondo luogo, un contributo alla spiegazione degli andamenti delle divise principali – e in parte di quelli delle valute emergenti – sia agli inizi del 2004 sia nei primi mesi del 2005 è giunto anche dalle prospettive di crescita interna e dai differenziali di tasso di interesse. Infine, hanno agito in misura determinante sulle valute dei paesi emergenti, soprattutto in Asia, le politiche di cambio e gli interventi ufficiali.

Disavanzo corrente statunitense e percezione di un potenziale eccesso di dollari

Come nei due anni precedenti, anche nel 2004 l'attenzione degli operatori per il crescente squilibrio esterno degli Stati Uniti e per quello che alcuni hanno avvertito come un potenziale eccesso di dollari (*dollar overhang*) nei portafogli internazionali ha costituito la determinante principale del generale deprezzamento del dollaro. Particolare rilevanza è stata data al fatto che, in rapporto al PIL, il disavanzo di parte corrente avesse raggiunto il 5,7% (grafico V.6) e che le passività internazionali nette degli Stati Uniti avessero superato il 25%. Sembra invece che gli operatori abbiano badato meno al fatto che, nonostante la posizione debitoria netta, gli Stati Uniti continuassero a registrare afflussi netti per redditi da investimenti all'estero.

I mercati si focalizzano sul disavanzo corrente USA e sull'eccesso latente di dollari

Durante gran parte del 2004 le attese di un ulteriore deprezzamento del dollaro avrebbero trovato riscontro nella minore disponibilità del settore privato a finanziare il disavanzo corrente statunitense. Ne è un'indicazione l'ulteriore riduzione dei flussi privati – in particolare per investimenti azionari e diretti esteri – a vantaggio di quelli ufficiali nel totale degli afflussi di capitali verso gli Stati Uniti (grafico V.6). Di conseguenza, in corso d'anno



l'atteggiamento verso le attività in dollari delle banche centrali che avevano accumulato un volume senza precedenti di riserve ufficiali ha richiamato crescente attenzione. In vari paesi le perdite sulle riserve in dollari sono state oggetto di pubblico dibattito, e i mercati sono diventati estremamente sensibili ai segnali di una possibile intenzione delle banche centrali di ridurre il peso della componente in dollari nei propri portafogli.

Un'analisi di regressione offre varie indicazioni che sia lo squilibrio esterno statunitense sia la percezione di un eccesso latente di dollari ufficiali possono avere pesato sull'andamento della moneta americana. Anzitutto quest'ultima si è in media indebolita sull'euro dopo le notizie di disavanzi commerciali sorprendentemente ampi negli Stati Uniti, a riprova che il disavanzo corrente USA ha avuto un qualche ruolo (tabella V.2). In secondo luogo, essa ha

Impatto delle notizie sul tasso di cambio dollaro/euro ¹			
	Coefficiente	t di Student	Significatività
Occupazione settori non agricoli ²	-0,0011	-2,95	0,00
Bilancia commerciale ²	-0,0005	-2,62	0,00
Dati TIC ³ : totali	-0,0000	-2,84	0,00
ufficiali	0,0000	8,30	0,00
Notizie positive sulle riserve ⁴	-0,0009	-0,50	0,61
Notizie negative sulle riserve ⁵	0,0038	2,50	0,01

¹ Regressione stimata per il periodo gennaio 2002-aprile 2005 delle variazioni percentuali giornaliere nel tasso di cambio dollaro/euro sulle notizie riguardanti: dati macroeconomici, flussi di capitale verso gli Stati Uniti, intenzioni di banche centrali di modificare la composizione valutaria delle riserve. ² Differenza tra i valori effettivi e i valori delle indagini di mercato, divisa per la rispettiva deviazione standard. ³ Variazioni sul mese precedente (in percentuale) degli acquisti esteri netti di titoli statunitensi. ⁴ Notizie, anche non confermate, nel senso di una non diversificazione a scapito del dollaro. ⁵ Notizie, anche non confermate, nel senso di una diversificazione a scapito del dollaro.

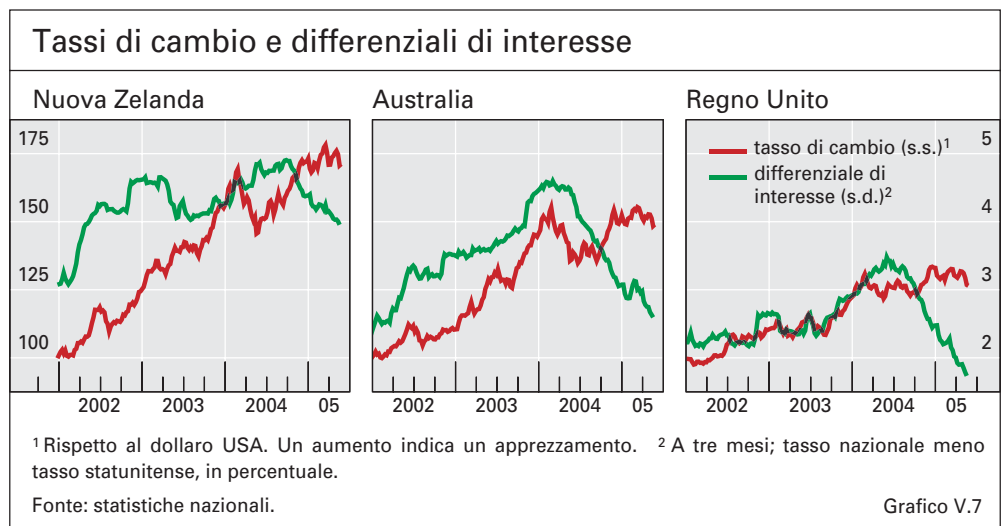
Fonti: Bloomberg; Treasury International Capital System (TIC); stime BRI. Tabella V.2

mediamente reagito anche alla pubblicazione di dati sugli acquisti esteri di titoli del Tesoro statunitense, tendendo ad apprezzarsi dopo un aumento degli acquisti totali sul mese precedente e a deprezzarsi dopo un incremento di quelli ufficiali. Ciò è in linea con la tesi che i mercati avrebbero interpretato i cambiamenti nella composizione del finanziamento del deficit esterno statunitense – con il calo della componente privata a vantaggio di quella pubblica – come un segnale della sua insostenibilità. In terzo luogo, il dollaro ha avuto tendenza a deprezzarsi a seguito di notizie, anche non confermate, riguardanti l'intenzione delle banche centrali di diversificare la composizione per valute delle proprie riserve. L'effetto di tali notizie è stato asimmetrico, risultando maggiore quando esse erano indicative di una debolezza del dollaro. L'impatto delle notizie riguardo alla bilancia commerciale degli Stati Uniti o alle riserve ufficiali ha cominciato ad avere significatività statistica intorno all'agosto 2004, allorché la flessione del dollaro era particolarmente pronunciata.

Differenziali di tasso di interesse

La seconda determinante principale dei movimenti di cambio va ricercata nel mutare delle aspettative circa i differenziali di crescita e di interesse. Una robusta correlazione fra i movimenti dei cambi e i differenziali di interesse correnti o attesi è notoriamente difficile da individuare. Negli ultimi anni sono tuttavia emersi riscontri di una correlazione positiva per determinate economie durante sottoperiodi specifici (grafico V.7). In particolare, una serie di valute – e soprattutto la sterlina britannica e i dollari canadese, australiano e neozelandese – si è apprezzata sul dollaro fra gennaio 2002 e febbraio 2004, in un contesto in cui i capitali in cerca di rendimenti si sono orientati verso valute con tassi di interesse superiori a quelli statunitensi. Questo fattore si è aggiunto all'influsso esercitato dai prezzi delle materie prime e da ragioni di scambio favorevoli. Analogamente, l'apprezzamento del dollaro nei confronti delle suddette valute tra febbraio e maggio 2004, e di nuovo tra gennaio e metà aprile 2005, ha rispecchiato la riduzione – e, in alcuni casi, l'inversione – dei differenziali di tasso di interesse con gli Stati Uniti.

I differenziali di interesse esercitano talora un certo influsso

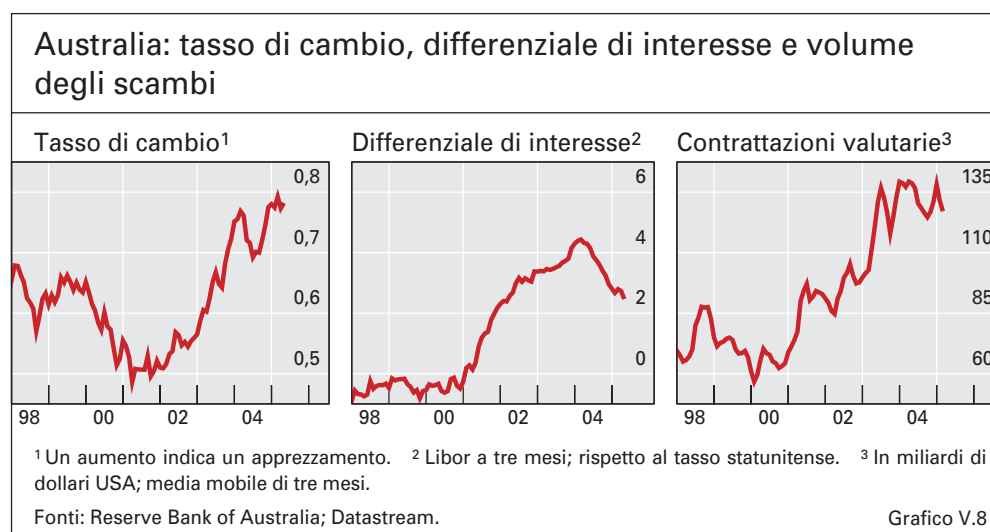


Sullo sfondo della perdurante corsa ai rendimenti a livello mondiale, i differenziali di interesse hanno continuato a essere importanti anche per varie valute di economie emergenti. Fino al 2004, in presenza di bassi costi di finanziamento (dati i modesti tassi di interesse) e di un'elevata tolleranza al rischio (che ha contribuito a ridurre gli *spread* creditizi), le monete dei paesi emergenti con rendimenti più elevati – in particolare il peso cileno, il rand sudafricano e il real brasiliano – hanno avuto la tendenza ad apprezzarsi sul dollaro. Per contro, allorché i costi di finanziamento sono aumentati e la tolleranza al rischio degli investitori è diminuita, le valute dei paesi emergenti con differenziali di interesse positivi ma in calo si sono generalmente deprezzate. Ancora una volta, tale andamento ha contraddistinto divise quali il peso cileno e il rand, che nei primi mesi del 2005 hanno perso rispettivamente circa il 5 e 10%.

I carry trade costituiscono una diffusa strategia di investimento

Un meccanismo mediante il quale i differenziali di tasso di interesse correnti e prospettici hanno influito sui cambi è rappresentato dai *carry trade*, di cui si avvalgono gli investitori internazionali in cerca di maggiori guadagni. Tale strategia, che consiste nel mutuare fondi in valute a basso rendimento per investirli in altre meglio remunerate nell'ipotesi che queste ultime non si deprezzino in misura tale da annullare il differenziale di tasso di interesse, è stata perseguita da diverse categorie di investitori per gran parte del 2004. Vi avrebbero fatto particolarmente ricorso i fondi speculativi e i *commodity trading adviser*. Dal 2002 gli investitori istituzionali hanno assunto crescenti posizioni di questo tipo, spesso nel contesto di strategie di *currency overlay*, in base alle quali le posizioni in cambi sono gestite in modo attivo e indipendente dall'investimento sottostante, nell'intento di realizzare rendimenti addizionali.

Oltre che dalle analisi di mercato, l'importanza dei *carry trade* è confermata da due ulteriori riscontri. Il primo, l'Indagine triennale delle banche centrali, mostra che l'aumento dell'attività sui mercati valutari ha riguardato soprattutto le contrattazioni fra banche e clientela finanziaria (tabella V.1). Essa rivela inoltre un incremento insolitamente elevato negli scambi di due principali valute di investimento – il dollaro australiano (98%) e quello neozelandese



(152%) – fra aprile 2001 e aprile 2004. Dati a più alta frequenza per l’Australia confermano che, all’ampliarsi del differenziale di interesse, il dollaro australiano si è apprezzato e le contrattazioni sono nettamente aumentate (grafico V.8). Il secondo riscontro, un’analisi di regressione su un gruppo di *hedge fund* statunitensi, evidenzia per il 2003 e il 2004 una correlazione statisticamente significativa fra i loro rendimenti e una variabile che coglie i differenziali di interesse e le variazioni di cambio dei dollari canadese e neozelandese.

Alla luce di questi riscontri, i *carry trade* paiono aver favorito l’apprezzamento di una serie di monete sul dollaro e sullo yen nel corso del 2004. Analogamente, la liquidazione di tali posizioni al variare dei tassi ufficiali correnti e attesi negli Stati Uniti agli inizi del 2005 potrebbe avere concorso al generale recupero del dollaro.

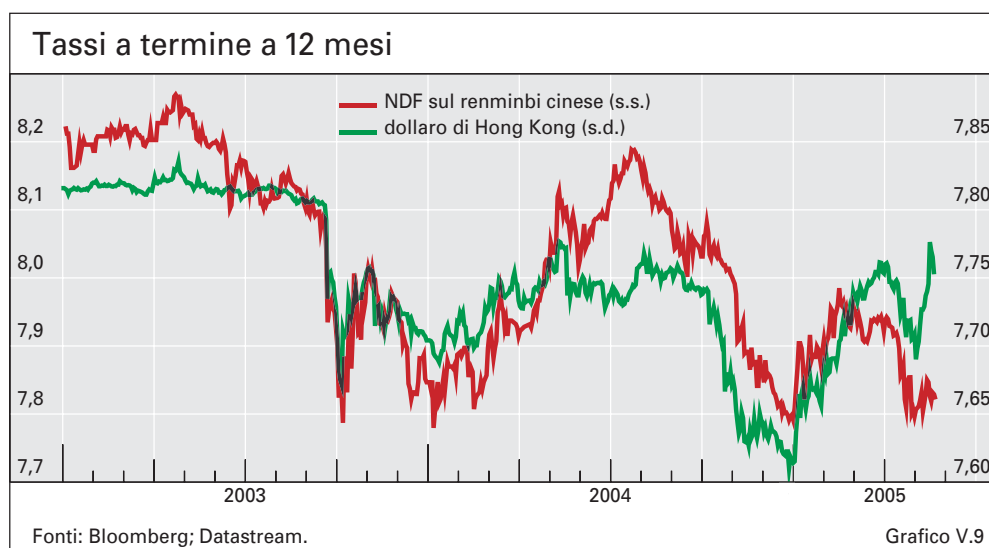
Politiche di cambio in Asia

Un terzo fattore che ha continuato a influire sui cambi nel periodo sotto rassegna sono stati gli interventi di varie banche centrali, soprattutto asiatiche, in risposta alle pressioni al rialzo sulle loro valute. Rispetto agli anni precedenti, nei quali questo fattore aveva già assunto un ruolo centrale, si rilevano tuttavia due interessanti differenze.

In primo luogo, dal marzo 2004 il Ministero delle Finanze giapponese non è più intervenuto sui mercati valutari. L’attenzione degli operatori si è pertanto rivolta soprattutto verso la Cina, le cui autorità monetarie hanno continuato ad accumulare ingenti riserve in dollari nel tentativo di mantenere invariata la parità con la divisa statunitense (tabella V.3). Con un cambio a pronti fisso, si sono potute osservare ondate speculative sul mercato dei contratti *non-deliverable forward* (NDF) nel terzo trimestre 2004 e, nuovamente, a partire dal dicembre dello stesso anno (grafico V.9). Il comportamento del tasso NDF ha rispecchiato le mutevoli opinioni degli operatori circa la probabilità di una modifica dell’attuale ancoraggio del cambio da parte della banca centrale cinese. Le pressioni speculative sul renminbi hanno pesato anche sul dollaro di Hong Kong, il cui tasso a termine ha spesso seguito molto da vicino quello sugli NDF in renminbi.

Gli interventi ufficiali in Asia restano importanti ...

... benché le autorità giapponesi si astengano ...



Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali

in miliardi di dollari USA

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	<i>Per memoria: consistenze (feb. 2005)</i>
	a tassi di cambio correnti						
Totale	139,8	157,9	110,7	355,4	619,9	709,0	3 812,2
Paesi industriali	55,0	58,8	3,3	111,6	218,6	193,6	1 306,4
Stati Uniti	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	42,1
Area dell'euro	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-8,7	176,8
Giappone	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	820,5
Asia	79,0	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	1 624,4
Cina	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	206,7	642,6
Corea	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	201,3
Filippine	4,0	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	13,5
Hong Kong SAR	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	123,9
India	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	130,1
Indonesia	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	34,9
Malaysia	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	70,6
Singapore	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	112,6
Taiwan, Cina	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	246,6
Thailandia	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	48,4
America latina ¹	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	198,5
Argentina	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	17,5
Brasile	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	58,8
Cile	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	15,0
Messico	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	62,6
PECO ²	0,5	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	283,8

¹ Paesi elencati più Colombia, Perù e Venezuela. ² Paesi dell'Europa centrale e orientale: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Russia, Slovacchia, Slovenia e Ungheria.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

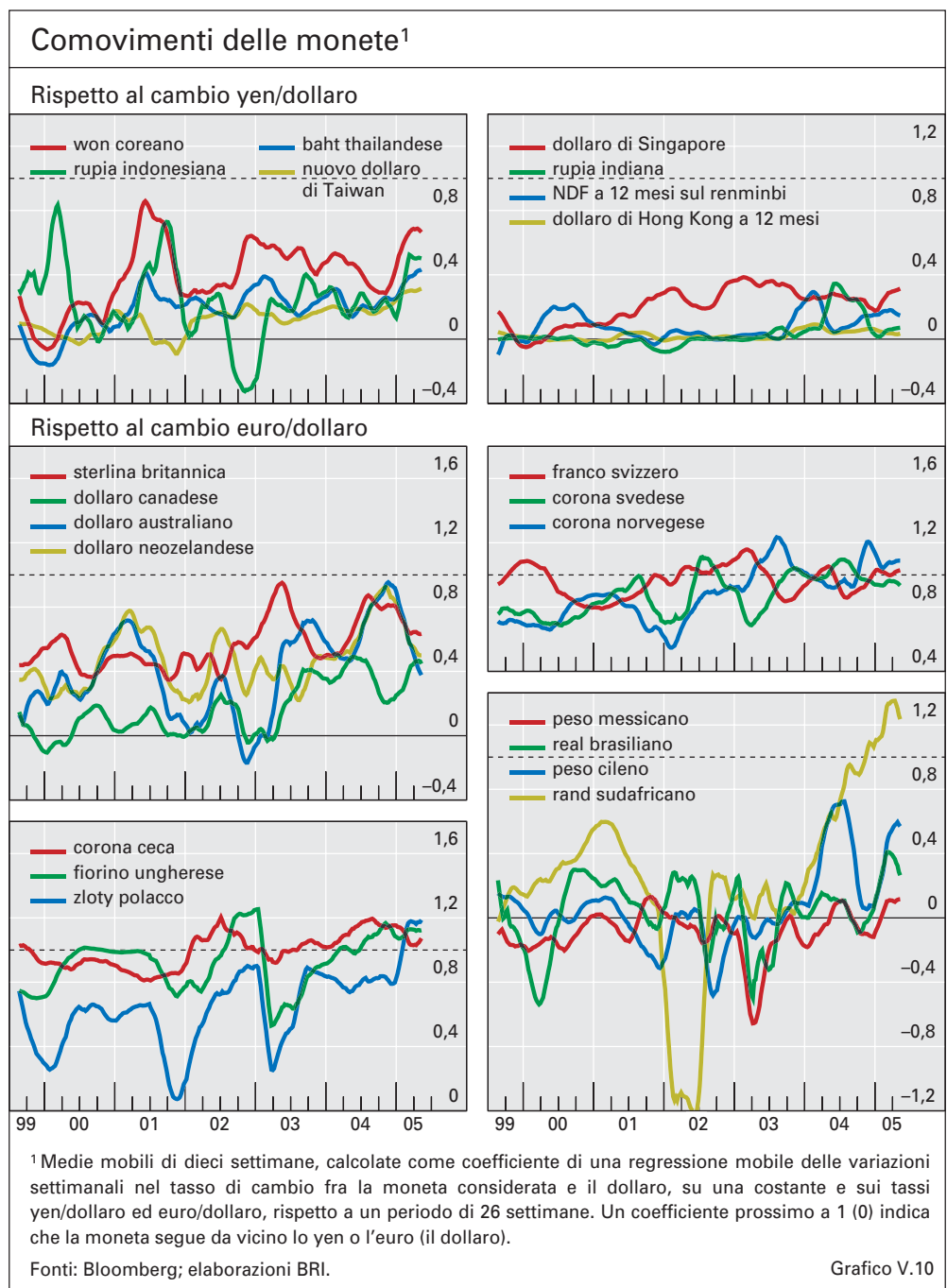
Tabella V.3

... e alcune valute asiatiche si apprezzano in misura più consistente

In secondo luogo, benché nel 2004 varie economie asiatiche – e più in particolare la Corea, Taiwan (Cina) e la Thailandia – abbiano accumulato riserve valutarie più rapidamente che negli anni passati, le rispettive monete si sono mosse meno in sintonia con il dollaro (grafico V.10). Nella seconda metà del 2004 il won ha condiviso in misura superiore al 50%, ossia molto più che negli anni precedenti, i movimenti dello yen sul dollaro. In particolare, per ogni punto percentuale guadagnato dallo yen sul dollaro rispetto alla settimana precedente, il won si è in media apprezzato dello 0,6% sulla moneta statunitense. Alla base di tale evoluzione potrebbe esservi la crescente importanza assunta dalle politiche di cambio in Asia, un processo che pare essere iniziato attorno al 2001. Riscontri indiretti provengono dal fatto che in Corea, a Singapore, a Taiwan (Cina) e in Thailandia la volatilità dei tassi di cambio effettivi nominali ha avuto la tendenza ad aumentare meno o a calare di più di quella dei cambi bilaterali con il dollaro (tabella V.4). Di conseguenza, ferma restando l'importanza del dollaro in Asia, l'enfasi della politica valutaria potrebbe essersi spostata dai tassi bilaterali a quelli effettivi. Un aspetto di questo riorientamento è il ruolo che pare svolgere nei mercati dei cambi

asiatici l'evolversi delle aspettative riguardo al renminbi. Infatti, sebbene l'andamento del cambio yen/dollaro continui a esercitare un importante influsso sulle valute asiatiche, appare in aumento la rilevanza degli NDF nella moneta cinese. Una possibile interpretazione è che gli operatori abbiano negoziato valute di paesi asiatici emergenti non ancorate al dollaro come sostituti del renminbi. Pressioni speculative su quest'ultimo potrebbero pertanto avere concorso all'apprezzamento di tali valute.

Un'evoluzione analoga delle correlazioni con le valute del G3 è osservabile per quelle monete che in passato avevano evidenziato uno stretto comovimento con il dollaro anche in assenza di interventi sui mercati valutari.



Volatilità dei tassi di cambio e variazioni delle riserve						
	Gennaio 1999-dicembre 2001			Gennaio 2002-aprile 2005		
	Volatilità dei cambi ¹		Variazione delle riserve ²	Volatilità dei cambi ¹		Variazione delle riserve ^{2, 3}
	bilaterali	effettivi nominali		bilaterali	effettivi nominali	
Cina	0,0	3,3	57,5	0,0	3,8	372,7
Corea	6,5	6,3	28,8	5,7	4,7	83,8
Filippine	7,7	7,6	0,2	3,2	4,1	0,5
Hong Kong SAR	0,1	2,6	14,9	0,4	2,9	10,5
India	1,7	4,2	13,3	2,6	4,3	68,6
Indonesia	20,5	20,1	0,8	6,6	6,3	3,6
Malaysia	0,0	3,0	-0,1	0,0	3,4	37,9
Singapore	3,7	3,1	-1,5	3,5	2,0	30,2
Taiwan, Cina	3,5	3,7	16,0	3,0	2,7	89,5
Thailandia	5,4	5,2	-1,4	4,2	3,1	9,3

¹ Calcolata come deviazione standard delle variazioni settimanali annualizzate (in percentuale) del tasso di cambio nel periodo indicato. ² Variazione cumulativa nel periodo indicato, in miliardi di dollari USA. ³ Fino al marzo 2005.
 Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; statistiche nazionali; BRI. Tabella V.4

Durante la fase discendente del dollaro statunitense nel corso del 2004, i tassi di cambio dei dollari australiano, canadese e neozelandese con il dollaro USA hanno mostrato una correlazione insolitamente elevata con quello dell'euro.

Resta da vedere se tali andamenti rivestano un carattere puramente transitorio o se siano invece indicativi di un cambiamento più duraturo del ruolo di ancora del dollaro sui mercati valutari.

Impatto degli squilibri mondiali di parte corrente e di portafoglio

Negli ultimi anni un'attenzione critica è stata rivolta a due tendenze principali che hanno interessato il sistema monetario internazionale. La prima riguarda l'ampliarsi degli squilibri esterni, mentre la seconda – collegata ma distinta – è rappresentata dalla consistente espansione delle passività nette in dollari degli Stati Uniti, che hanno finanziato sia il disavanzo corrente sia l'acquisto di attività in valuta. Come contropartita, i residenti di altri paesi detengono attualmente una cospicua e crescente posizione lunga in dollari, che per un terzo è costituita da riserve valutarie ufficiali.

Tale situazione comporta il rischio che gli squilibri siano corretti in modo disordinato oppure favoriscano il protezionismo. Entrambe le eventualità potrebbero pregiudicare la crescita economica e il commercio, oppure occasionare tensioni finanziarie. Variazioni non ordinate dei rapporti di cambio potrebbero inoltre alterare il ruolo del dollaro USA e dell'euro come valute di riserva, con ulteriori esiti imprevedibili.

Sono emerse due diverse scuole di pensiero riguardo alle origini del problema e alle sue possibili soluzioni. La prima si focalizza sui disavanzi correnti, che accrescono il debito e il suo servizio, e che in definitiva rischiano di violare il vincolo di solvibilità nel lungo periodo. L'eccesso di spesa di una generazione deve prima o poi essere compensato dalla riduzione della spesa

Il problema sono gli squilibri di conto corrente?

da parte di una generazione successiva, il che a sua volta porterebbe a una perdita di valore reale della moneta. Questo approccio induce a chiedersi se la configurazione degli squilibri di parte corrente rappresenti un problema per il sistema monetario internazionale.

Una seconda scuola di pensiero si fonda sul presupposto che le attività in valute diverse siano fra loro dei sostituti imperfetti. Al crescere della quota denominata in una particolare divisa aumenta pertanto anche il corrispondente premio per il rischio, e il valore di tale divisa deve scendere per garantire rendimenti futuri più elevati. Tale approccio solleva il secondo quesito: la composizione per valute dei portafogli internazionali costituisce un problema per il sistema monetario internazionale?

O piuttosto quelli di portafoglio?

Quanti rispondono affermativamente a tali interrogativi suggeriscono altresì che lo stesso sistema monetario internazionale potrebbe avere concorso a determinare la situazione attuale. In passato, sostengono, esisteva un grado di disciplina sufficiente a imporre una correzione prima che i disavanzi o l'eccesso di una particolare valuta nei portafogli internazionali raggiungessero proporzioni pericolose. Il *gold standard* prevedeva un elemento di automatismo, anche se i singoli paesi potevano alterare questo processo, cosa che in effetti fecero, ottenendo o concedendo credito all'estero. Nel sistema di Bretton Woods l'FMI svolgeva una funzione di disciplina, imponendo vincoli in particolare ai paesi debitori. Oggi non sembrano esservi né sistemi basati su regole né mezzi discrezionali per costringere i creditori o i debitori a reagire in presenza di una crescita degli squilibri e delle posizioni nette. Coloro che sono convinti dell'esistenza di un problema sono indotti a proporre modifiche del sistema monetario stesso al fine sia di affrontare le difficoltà esistenti sia di prevenire l'insorgenza di problemi futuri.

Gli squilibri cronici hanno cause sistemiche?

Quanti invece rispondono in maniera negativa non ravvisano la necessità di riformare il sistema. Di fatto, alcuni affermano che esiste già un nuovo sistema, da loro chiamato il "nuovo Bretton Woods": i paesi asiatici manterrebbero le rispettive valute stabili rispetto al dollaro per poter vendere le loro merci agli Stati Uniti, prestando al tempo stesso i fondi per pagarle. Secondo tali analisti, questa situazione reciprocamente vantaggiosa potrebbe protrarsi per decenni.

Nelle sezioni seguenti si cercherà di appurare se esista o meno un problema e, in caso affermativo, se esso consista nello squilibrio di conto corrente, piuttosto che in quello di portafoglio. La distinzione è rilevante in quanto la cura dipende dalla diagnosi. Ad esempio, un problema provocato da squilibri di portafoglio potrebbe essere alleviato attraverso l'emissione da parte di residenti statunitensi di titoli denominati in euro, yen oppure oro (come le "obbligazioni Carter" in marchi tedeschi, franchi svizzeri e yen emesse dal Tesoro USA alla fine degli anni settanta). Ciò tuttavia potrebbe aggravare il problema se questo fosse originato dal disavanzo e dal debito, poiché un deprezzamento del dollaro peggiorerebbe la posizione debitoria degli Stati Uniti.

Per una maggiore chiarezza di analisi, i due fattori verranno esaminati separatamente, anche a rischio di sottovalutarne le interconnessioni. Di fatto, essi sono collegati fra loro in vari modi. Qualora la dinamica del saldo di parte

Gli squilibri sono interconnessi

corrente e delle passività nette sull'estero degli Stati Uniti venisse giudicata insostenibile, ciò potrebbe indurre una riconsiderazione delle scelte di portafoglio. Analogamente, la massiccia emissione di passività in dollari da parte degli Stati Uniti – che il ruolo della moneta americana potrebbe aver facilitato – allo scopo di finanziare profittevoli attività sull'estero ha ridotto notevolmente gli oneri per il servizio del debito. Ciò ha attenuato l'attuale percezione di un possibile problema di disavanzo. In effetti, l'espansione delle disponibilità in dollari del resto del mondo ha concorso a limitare la crescita addizionale legata al servizio del debito delle passività internazionali sull'estero degli Stati Uniti risultante dai disavanzi della bilancia commerciale.

Un problema di squilibrio di parte corrente?

Le argomentazioni svolte in questa sezione si riferiscono ai vincoli di bilancio intertemporali nazionali e quindi all'accumulo di debito estero, non alla moneta. Di conseguenza, esse si applicano anche agli squilibri correnti regionali all'interno di una zona valutaria come l'area dell'euro. In questo caso, l'unica differenza consisterebbe nel fatto che soltanto andamenti divergenti dei prezzi, e non variazioni dei tassi di cambio nominali, potrebbero modificare il tasso di cambio reale (ossia il prezzo relativo dei prodotti a mercato interno e di quelli oggetto di interscambio). Questo tipo di squilibrio rappresenta un problema su scala mondiale? La seguente rassegna di argomentazioni riconosce l'insostenibilità economica dei conti con l'estero degli Stati Uniti, ma indica al tempo stesso che l'accumulo del debito si trova in una fase meno avanzata di quanto ritenga la maggior parte degli analisti, e che esso potrebbe scontrarsi con vincoli politici prima ancora che con limiti strettamente economici.

Il primo punto controverso concerne il grado di insostenibilità economica o politica dei disavanzi correnti statunitensi; il secondo le varie ragioni addotte a spiegazione dell'andamento assunto dai conti esterni USA. Pareri differenti riguardo a questi aspetti portano a conclusioni differenti circa il ruolo del sistema monetario internazionale.

Si

La più diffusa opinione critica è che gli squilibri esterni degli Stati Uniti siano insostenibili in quanto il debito sta crescendo senza limiti apparenti in rapporto al prodotto sottostante. Il disavanzo di parte corrente, pari a circa il 6% del PIL del paese e all'1% di quello mondiale, corrisponde già a due terzi degli avanzi correnti e a quasi l'8% del risparmio del resto del mondo. Inoltre, assumendo che le importazioni statunitensi continuino a essere particolarmente sensibili all'andamento dei redditi, una crescita economica più rapida negli Stati Uniti che nei principali partner commerciali amplierebbe il disavanzo in misura corrispondente. Vari studi prevedono un veloce deterioramento: uno di essi stima il disavanzo al 7,8% del PIL entro il 2008, mentre altri prefigurano l'8,5% o addirittura il 13% entro il 2010.

Per effetto di tali crescenti disavanzi, nell'arco di pochi anni raddoppierebbero le passività nette USA sull'estero, passando da un quarto alla metà

Disavanzi USA
insostenibili
in termini
economici ...

del PIL. Per poter ridurre il deficit attraverso un minore assorbimento senza intaccare l'occupazione nel settore dei beni a mercato interno sarebbe necessaria una consistente correzione del tasso di cambio reale.

L'andamento del conto corrente USA potrebbe risultare insostenibile anche sotto il profilo politico. Il primo limite potrebbe essere rappresentato proprio dalla reticenza politica negli Stati Uniti a mantenere disavanzi così elevati, oppure da quella in Europa ad accettare le conseguenze interne di una loro eventuale riduzione. Da questo punto di vista, il pericolo non è tanto quello di una crisi debitoria quanto quello di un ritorno al protezionismo.

Come si è venuto a creare uno squilibrio così ampio? Alcuni reputano che i livelli insostenibilmente elevati del disavanzo corrente statunitense trovino origine nel fatto che il resto del mondo ha puntato su una crescita trainata dalle esportazioni, la quale ha determinato l'accumulo di avanzi correnti. Pertanto, la più grande economia del mondo si limita a fornire un contributo passivo, dal momento che non possono esistere più di $n-1$ conti correnti indipendenti. Ad esempio, la bilancia corrente statunitense si è deteriorata all'indomani della crisi finanziaria asiatica del 1997-1998, allorché la regione ha iniziato a registrare avanzi correnti. Secondo quest'ottica, gli attuali livelli del debito estero (25% del PIL) e del disavanzo (6% del PIL) degli Stati Uniti consentono l'accumulo di ricchezza internazionale e la persistenza di avanzi in altri paesi. Fra questi, in base all'ammontare in dollari della rispettiva posizione patrimoniale netta sull'estero, figurano: Giappone (attività nette e avanzo rispettivamente pari al 38 e al 3% del PIL nel 2003); Svizzera (149 e 14%); Hong Kong SAR (252 e 11%); Taiwan, Cina (108 e 11%); Germania (7 e 2%); Belgio (42 e 4%); Singapore (83 e 31%); Norvegia (28 e 13%).

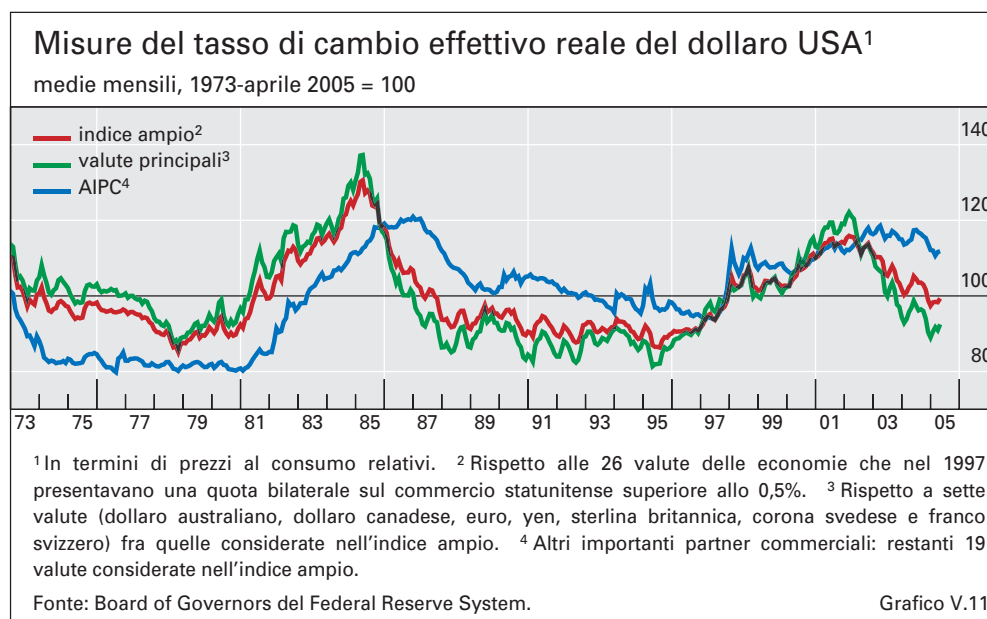
Altri asseriscono che l'economia statunitense tende a un eccesso di consumi. Il risparmio privato interno è sceso a un minimo storico e il disavanzo di bilancio è cospicuo, pur in assenza di guerra. Gli investimenti privati netti sono calati nonostante l'ampliarsi del deficit corrente. Inoltre, gli investimenti nel settore dei beni *non-tradable* non generano risorse per il servizio del debito estero e renderanno più difficile una futura correzione.

Altri ancora, soprattutto nei paesi con tassi di cambio flessibili in ascesa, vanno al di là di queste cause immediate e guardano alle carenze del sistema monetario internazionale. In particolare, essi sottolineano la mancanza di pressioni sui paesi attualmente in avanzo affinché cessino di opporsi all'apprezzamento delle rispettive valute mediante interventi sterilizzati, a differenza di quanto avveniva nel regime del *gold standard*. A quell'epoca, gli afflussi ufficiali espandevano l'offerta interna di moneta e facevano lievitare i prezzi, spingendo così verso l'alto il tasso di cambio reale. Inoltre, l'opinione diffusa fra gli operatori secondo la quale l'investimento delle riserve valutarie asiatiche avrebbe mantenuto bassi i rendimenti statunitensi a lunga implica che il recente inasprimento monetario negli Stati Uniti ha ridotto l'assorbimento interno meno del previsto. Secondo questa tesi, intervenendo sui mercati dei cambi e sterilizzando all'interno – e quindi investendo all'estero i dollari acquisiti in obbligazioni USA – le economie asiatiche sottraggono se stesse e gli Stati Uniti all'onere di un aggiustamento. Quest'ultimo ricade pertanto sulle valute più flessibili. A questo proposito si rileva che, se il tasso di cambio

... oppure politici?

I disavanzi USA rispecchiano un eccessivo risparmio mondiale ...

... o un eccessivo consumo negli Stati Uniti?



reale di "altri importanti partner commerciali" fosse al livello del 1995-1996, alla fine del 2004 l'indice complessivo del dollaro avrebbe già raggiunto i minimi del 1980 o del 1995 (grafico V.11).

No

I disavanzi correnti USA potrebbero protrarsi per qualche tempo ...

Coloro che considerano il disavanzo corrente degli Stati Uniti un problema meno impellente fanno valere due argomentazioni. La prima è che il problema debitorio statunitense, ammesso che esista, si trova in uno stadio iniziale e che la dinamica dei conti esterni del paese resta molto favorevole. Secondo il Dipartimento del Commercio USA, le attività nette sull'estero degli Stati Uniti si sono progressivamente ridotte nel corso degli anni ottanta, trasformandosi in passività nette solo nel 1989. Inoltre, ancora nel 2003 gli Stati Uniti percepivano redditi netti da investimenti per \$38 miliardi (\$30 miliardi nel 2004). Questa incongruenza è dovuta al fatto che il differenziale di rendimento fra le attività (4%) e le passività (2,6%) estere statunitensi ha più che compensato il divario fra le attività lorde (71% del PIL) e le passività lorde (96% del PIL) del paese. La differenza nel tasso di rendimento complessivo riflette due costanti: gli Stati Uniti emettono più passività a breve termine e a basso rischio di quante non ne acquistino, e i tassi di rendimento delle multinazionali statunitensi all'estero sono superiori a quelli delle multinazionali estere negli Stati Uniti. Quali che ne siano le cause, se un paese corrisponde un rendimento sulle proprie passività inferiore al proprio tasso di crescita nominale è in grado di stabilizzare il livello del debito esterno anche in presenza di un disavanzo commerciale. Molte proiezioni della situazione esterna degli Stati Uniti ignorano questo aspetto.

Un ulteriore fattore che limita – benché in misura più contenuta – l'accumulo di debito estero negli Stati Uniti è rappresentato dal fatto che il rischio di cambio è sopportato dal resto del mondo. Quando la moneta nazionale si deprezza, le economie emergenti che si finanziano in dollari subiscono

perdite di cambio. Per contro, all'indebolirsi del dollaro le attività statunitensi sull'estero realizzano guadagni (si veda oltre). Questo effetto, che alcuni hanno definito uno "sgravio di debito" da deprezzamento del dollaro, concorre a limitare l'aumento delle passività nette sull'estero degli Stati Uniti in rapporto al PIL.

Una seconda argomentazione ammette l'idea che il disavanzo corrente USA rispecchi una posizione $n-1$ passiva, ma considera questa configurazione appropriata e, quantomeno per un certo arco di tempo, sostenibile. Se si ravvisa nel conto capitale il fattore determinante, sono allora i capitali liberi di circolare che ricercano rendimenti superiori o più sicuri negli Stati Uniti. Pertanto il risparmio negativo della maggiore economia del mondo non sarebbe altro che la contropartita di un eccesso di risparmio (se non di una carenza di investimenti) all'estero. Se invece il fattore determinante è il conto corrente, l'argomentazione ricalca l'interpretazione "nuovo Bretton Woods" del rapporto fra gli Stati Uniti e l'Asia. Secondo questo punto di vista, il bisogno di posti di lavoro in Asia è soddisfatto mediante una crescita trainata dalle esportazioni. I beni di consumo fluiscono agli Stati Uniti e titoli in dollari a basso rischio fluiscono all'Asia. Un simile assetto viene considerato durevole a prescindere dagli squilibri che può determinare.

Alcuni rilevano analogie con l'Australia, che da lungo tempo registra disavanzi di parte corrente e presenta passività nette sull'estero pari al 70% del PIL, un livello superiore di quasi tre volte a quello degli Stati Uniti. Si ritiene che il resto del mondo cerchi rendimenti più elevati o sicuri nelle attività societarie, nei titoli azionari e in quelli obbligazionari australiani, e sia disposto ad accettare il rischio connesso a strumenti di debito denominati nella moneta nazionale. Stando a questo precedente, il saldo corrente USA potrebbe non essere sostenibile, ma ciò costituirebbe un problema per le generazioni future.

... a giudicare dall'esempio australiano

Quanti ritengono che lo squilibrio di parte corrente non sia un problema urgente tenderebbero a negare che l'attuale sistema monetario internazionale imponga meno disciplina ai paesi eccedentari rispetto ai sistemi che lo hanno preceduto. Essi farebbero notare il rischio che venga fatto riferimento a una ricostruzione ideale di un regime passato, piuttosto che al modo in cui esso ha funzionato in concreto. La sterilizzazione monetaria era pratica comune sia nel *gold standard* classico sia nel *gold exchange standard* del periodo fra le due guerre. Se i flussi di oro e la crescita della base monetaria seguivano spesso andamenti divergenti in quei periodi, allora l'attuale mancanza di pressioni all'aggiustamento sui paesi eccedentari non è affatto una novità. Inoltre, oggi gli squilibri di parte corrente non sono né più ampi né più persistenti di quanto lo fossero durante il *gold standard*. Semmai, il risparmio e l'investimento nazionali sono ora più strettamente collegati, e ciò implica che non vi è una maggiore mobilità dei capitali su base netta.

In sintesi, è indubbio che i conti con l'estero degli Stati Uniti siano su una traiettoria insostenibile. Se da un lato l'assenza di un onere sostanziale per il servizio del debito può far dubitare dell'urgenza del problema, dall'altro la perdurante assenza di risposte sul piano delle politiche accresce la probabilità di aggiustamenti di mercato disordinati. Inoltre, indipendentemente

dal giudizio sulla sostenibilità, vi è da temere l'adozione di politiche protezionistiche e la pubblica stigmatizzazione dei partner commerciali, quest'ultima anche perché potrebbe destabilizzare i mercati finanziari. Resta infine da vedere se, rispetto ai precedenti, il sistema monetario internazionale (o la combinazione di sistemi) attualmente vigente renda più probabile l'insorgenza di un tale problema.

Un problema di squilibri di portafoglio?

Eccesso latente di dollari ...

La questione che qui si presenta è se le crescenti passività nette USA *denominate in dollari* – che superano ormai il 50% del PIL degli Stati Uniti – rappresentino in qualche modo un latente eccesso di dollari nei portafogli internazionali. Va notato che storicamente l'ipotesi di un *dollar overhang* è stata avanzata prima dell'emergere di un disavanzo corrente cronico degli Stati Uniti. Già quarant'anni fa, quando il conto corrente statunitense era in avanzo, gli europei si preoccupavano del fatto che le imprese americane acquistassero società europee con dollari raccolti all'estero. Allora come oggi, le passività a basso rischio denominate in dollari finanziavano attività in valuta estera più rischiose. Di fatto, tali preoccupazioni sono riemerse durante la fase discendente di ciascun ciclo del dollaro nel regime di cambi flessibili. Come in passato, anche oggi ci si chiede soprattutto se il dollaro sia sovrarappresentato nei portafogli ufficiali. Tuttavia, più in generale si pone la questione se lo stesso valga per i portafogli privati. Tale questione ha di recente assunto maggiore rilevanza, poiché l'attuale fase discendente del ciclo del dollaro è la prima dall'introduzione dell'euro. Lo spessore, l'ampiezza e la liquidità dei mercati finanziari in euro fanno di quest'ultimo un'alternativa al dollaro più valida rispetto a quella offerta dalle monete preesistenti.

Si

... nei portafogli privati ...

La tesi secondo cui esiste un problema di squilibrio nei portafogli mondiali prende le mosse dalla composizione per valute della posizione patrimoniale sull'estero degli Stati Uniti. Si stima che nel 2003 la posizione debitoria netta statunitense denominata in dollari (passività meno attività in dollari verso il resto del mondo) fosse pari a \$7,2 trilioni, corrispondenti al 66% del PIL, e notevolmente superiore alla posizione debitoria netta complessiva (passività meno attività totali verso l'estero) del paese, che nello stesso anno era pari al 25% del PIL. La differenza è dovuta alle disponibilità nette USA di attività in valuta estera. Alla posizione corta in dollari degli Stati Uniti corrisponde un'ampissima posizione netta lunga del resto del mondo che supera un quinto del PIL mondiale (escluso quello degli Stati Uniti) a tassi di cambio correnti.

Trovandosi esposti al rischio di mercato connesso a un deprezzamento del dollaro, i creditori degli Stati Uniti potrebbero tentare di coprirsi nei periodi di turbolenza. Anche un senso di *moral hazard* potrebbe contribuire a rendere instabili le allocazioni di portafoglio tra le valute principali. Occasionando plusvalenze di cambio nei portafogli statunitensi, tale deprezzamento determina guadagni di ricchezza che sostengono i consumi (nonostante il rincaro dei beni importati). Di conseguenza, le autorità americane potrebbero sentirsi

meno pressate a contrastare la perdita di valore del dollaro, e il resto del mondo potrebbe temere un loro atteggiamento di *benign neglect*.

Benché l'incidenza delle perdite in caso di deprezzamento del dollaro sia diversa in Europa rispetto all'Asia, alcuni osservatori rilevano elementi destabilizzanti in entrambe le regioni. In Europa le minusvalenze di cambio nel settore delle imprese assorbono capitale e prolungano gli sforzi per abbassare la leva finanziaria, frenando gli investimenti e le assunzioni. Ciò ostacola la crescita dell'assorbimento in rapporto al prodotto, il che a sua volta impedisce la correzione dello squilibrio corrente, rafforzando la convinzione che il dollaro debba deprezzarsi ulteriormente. In Asia il fatto che gran parte della posizione lunga in dollari sia detenuta dal settore pubblico tempera le eventuali reazioni. Tuttavia, allorché le autorità sono state chiamate da deputati dell'opposizione a rispondere delle perdite di cambio nei portafogli ufficiali, esse hanno talvolta reagito con dichiarazioni di intenti sulla diversificazione delle riserve che hanno rischiato di destabilizzare i mercati.

Agli occhi di numerosi osservatori il fatto che la posizione lunga in dollari sia concentrata (per circa un terzo del totale) nelle riserve ufficiali, per giunta di un ristretto numero di paesi asiatici, rende particolarmente problematico il mantenimento dello *status quo*. Nel caso delle riserve ufficiali, il numero di gestori di portafogli è relativamente esiguo. Tali osservatori fanno notare come gli altri gestori di riserve e gli investitori privati, compresi quelli con elevato grado di leva, siano estremamente sensibili ai segnali – a volte più apparenti che reali – di ricomposizioni di portafoglio a scapito del dollaro.

... e in quelli ufficiali?

Alcuni sostengono che già esiste un eccesso di dollari nei portafogli ufficiali. La percentuale del 64% delle riserve valutarie investite nella moneta USA non sembra in linea con altre misure del ruolo del dollaro, quali ad esempio la quota di obbligazioni e *note* internazionali (escluse quelle in valuta locale) denominate in dollari, che è pari al 45%. Secondo altri, quand'anche non vi fosse un problema di *dollar overhang* oggi, esso potrebbe insorgere in un futuro prossimo, specie se le politiche valutarie attribuissero maggiore peso ai tassi di cambio effettivi, come pare indicare l'esperienza recente (si veda sopra).

Di fatto, non deve necessariamente esistere un'esatta corrispondenza fra il modo in cui si muove una moneta e la composizione per valute del portafoglio ufficiale del paese. I sostenitori della tesi di un *dollar overhang* farebbero tuttavia notare che la composizione per valute (nota) delle riserve di un paese pare effettivamente rispecchiare in linea generale l'orientamento della moneta dello stesso. Nei portafogli dei paesi europei con monete orientate all'euro l'incidenza nota del dollaro è piuttosto bassa: Slovacchia e Croazia 29-30%, Svizzera e Regno Unito 36%, Lettonia 45%. Fra i paesi con valute meno legate all'euro, Australia e Canada raggiungono quote di riserve in dollari rispettivamente pari al 45 e 53%. Hong Kong SAR, la cui moneta è ancorata a quella statunitense, ha investito in tale valuta il 75-80% delle proprie riserve.

Secondo questa linea di pensiero, vi sarebbe il rischio di una ricomposizione disordinata dei portafogli a scapito del dollaro e a vantaggio dell'euro nel caso di una variazione nell'orientamento delle valute. In passato, il

passaggio dal regime argenteo e bimetallico a quello aureo nel nuovo impero tedesco, negli Stati Uniti e nell'Unione monetaria latina (Belgio, Francia, Grecia, Italia e Svizzera) provocò tensioni sull'offerta di oro contribuendo alla deflazione della fine del XIX secolo. La differenza con la situazione attuale consiste nel fatto che oggi è possibile accrescere sia l'offerta di titoli in euro (mediante la gestione del debito e gli interventi sterilizzati) sia la base monetaria in tale valuta (con un abbassamento dei tassi di interesse). In linea di principio, queste possibilità offrono un maggiore margine di manovra per controbilanciare eventuali ricomposizioni disordinate in favore dell'euro.

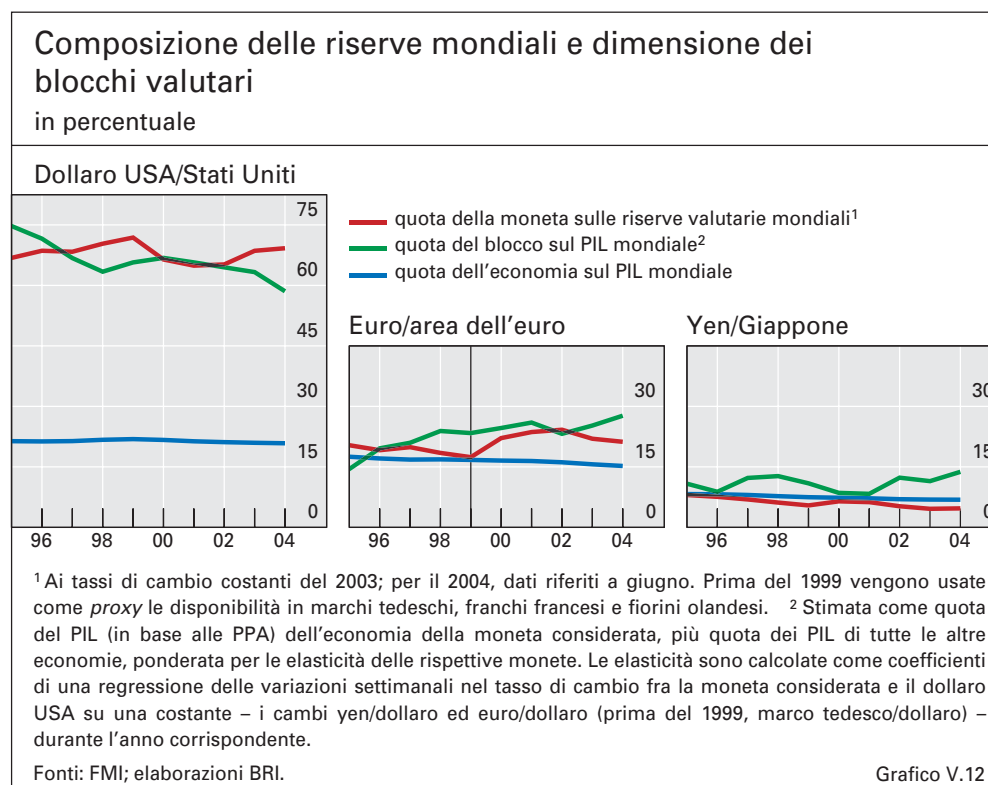
No

Altri negano l'esistenza di un *dollar overhang* ritenendo che la posizione lunga in dollari del resto del mondo non sia così consistente come taluni affermano. Nella gestione dei portafogli sta diminuendo la preferenza per la valuta locale, anche se la posizione sull'estero delle singole economie cresce più rapidamente del prodotto. La prima opzione di diversificazione di un portafoglio rispetto alla moneta nazionale resta spesso rappresentata dalle attività in dollari.

In particolare, può essere contestata l'idea di un eccessivo peso del dollaro nelle riserve ufficiali. Se si esclude il Giappone, a metà 2004 la percentuale di riserve denominata nella moneta USA potrebbe non aver superato il 57% (o forse ancor meno se si tiene conto di vendite a termine di dollari contro euro non segnalate). Tale quota è elevata in rapporto al peso dell'economia statunitense nell'economia mondiale, ma non lo è necessariamente in rapporto alla quota della zona del dollaro. Se le economie, misurate a parità di potere di acquisto, vengono assegnate alla zona del dollaro, dell'euro o dello yen a

È in atto una diversificazione dei portafogli privati ...

... e la quota del dollaro in quelli ufficiali non è necessariamente eccessiva



seconda del comportamento delle rispettive valute (come nel grafico V.10), la zona del dollaro risulta concorrere per il 59% al prodotto mondiale (grafico V.12), una percentuale quasi identica a quella del dollaro sul totale delle riserve ufficiali, escluso il Giappone.

Inoltre, anche le eventuali ricomposizioni dei portafogli ufficiali (o privati) a scapito del dollaro e a vantaggio dell'euro potrebbero influire sui mercati valutari in misura inferiore a quella spesso indicata. Da un punto di vista analitico, una diversificazione dei portafogli che privilegi l'euro a scapito del dollaro agisce sui bilanci privati in modo analogo a interventi sterilizzati. Secondo molti osservatori, tuttavia, il grado di sostituibilità dei titoli di Stato denominati in queste valute è talmente elevato che soltanto ricomposizioni di portafoglio particolarmente consistenti avrebbero effetti avvertibili sui cambi. Per giunta, anche nell'eventualità di tali riallocazioni nei portafogli ufficiali, il fatto che gran parte delle riserve in dollari sia detenuta da un numero relativamente ridotto di paesi potrebbe anzi rappresentare un vantaggio in quanto una cooperazione fra le varie autorità consentirebbe di evitare un'ondata di vendite disordinate in una situazione configurabile come "dilemma del prigioniero".

In conclusione, la tesi che postula l'esistenza di squilibri di portafoglio, compresi quelli ufficiali, appare più debole di quanto molti osservatori sostengano. Esiste in ogni caso un problema aperto: la zona del dollaro si sta restringendo, e un'eventuale accelerazione di tale processo potrebbe originare prima o poi uno squilibrio di portafoglio sia nel settore privato sia in quello ufficiale.

VI. I mercati finanziari

Aspetti salienti

Nel periodo sotto rassegna le condizioni nei mercati finanziari mondiali si sono allentate, malgrado l'inasprimento della politica monetaria avviato dalla Federal Reserve nel giugno 2004. Nei principali mercati, anche quando i tassi di interesse a breve termine statunitensi hanno cominciato a salire, i rendimenti a lungo termine sono scesi, i prezzi azionari sono cresciuti e i differenziali di credito si sono ristretti. Nel marzo e nell'aprile di quest'anno molti mercati hanno perso terreno, a causa di un'accresciuta avversione al rischio e dei timori di una ripresa dell'inflazione. Ciò nonostante, a metà maggio i corsi obbligazionari e azionari si situavano ancora su livelli superiori a quelli osservati all'inizio della manovra restrittiva statunitense.

Il restringimento dei differenziali di credito e l'aumento delle quotazioni azionarie durante buona parte del periodo indicano che gli investitori nei rispettivi mercati erano fiduciosi riguardo ai profitti societari e alle prospettive macroeconomiche. Questa fiducia è stata favorita negli ultimi anni da miglioramenti significativi delle grandezze fondamentali. Nei mercati creditizi possono aver contribuito al basso livello degli *spread* anche i cambiamenti strutturali che hanno agevolato le operazioni di copertura e promosso la liquidità. Nondimeno, la disponibilità degli investitori ad accettare un rischio maggiore ha costituito un fattore cruciale a sostegno delle valutazioni di azioni e obbligazioni. A sua volta, tale disponibilità si spiega in parte con la persistenza di un orientamento accomodante delle politiche. In marzo e aprile le "sorprese" negative nel settore automobilistico americano hanno contribuito a una correzione di prezzo del rischio nei mercati del credito.

La concomitanza di bassi rendimenti a lungo termine con un'economia apparentemente robusta e tassi ufficiali in crescita negli Stati Uniti ha costituito una sorta di enigma, sebbene i rendimenti fossero saliti nei mesi precedenti la manovra iniziale di inasprimento da parte della Federal Reserve. A prima vista, il loro calo dopo i successivi rialzi dei tassi ufficiali fa ritenere che gli investitori nei mercati del debito pubblico abbiano nutrito in merito ai fondamentali opinioni meno ottimistiche dei loro omologhi nei mercati del credito e delle azioni. Le moderate aspettative inflazionistiche e le minori incertezze circa il corso della politica monetaria hanno anch'esse contribuito a mantenere i rendimenti su bassi livelli. A ciò si sarebbero poi aggiunti fattori più tecnici di domanda/offerta. Tuttavia, è difficile determinare l'importanza relativa di queste varie spiegazioni.

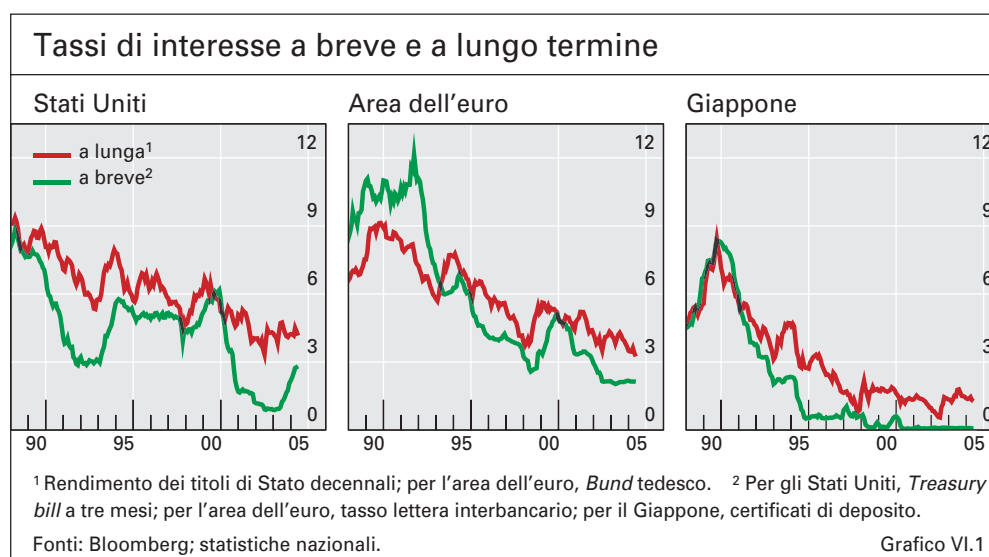
Curve dei rendimenti ed enigma del basso livello dei tassi

Il livello basso e calante dei rendimenti a lungo termine nei principali mercati dopo la svolta nel ciclo della politica monetaria statunitense ha sorpreso molti operatori nel periodo in esame. Contrariamente a precedenti fasi di restrizione monetaria, allorché un rialzo dei tassi ufficiali si era accompagnato a un aumento di quelli a lungo termine, i rendimenti sul titolo del Tesoro USA decennale sono complessivamente calati di 50 punti base, al 4,12%, nei dieci mesi terminati a metà maggio 2005 (grafico VI.1). Anche in altri mercati dove la politica monetaria è stata inasprita, fra cui Australia, Canada, Regno Unito e Svizzera, i rendimenti a lunga sono scesi. Tra fine giugno 2004 e metà maggio 2005 sono inoltre calati, rispettivamente di 107 e 49 punti base, i rendimenti nell'area dell'euro e in Giappone. Nella maggior parte dei mercati i tassi a lunga sono brevemente tornati a salire a febbraio e marzo 2005, ma in misura meno accentuata che nei precedenti episodi di vendita, e il rialzo è stato rapidamente annullato.

Varie ragioni sono state addotte per spiegare il basso livello dei tassi a lungo termine. Il deterioramento delle prospettive di crescita economica potrebbe fornire una spiegazione degli andamenti nell'area dell'euro e in Giappone, ma non negli Stati Uniti, dove la crescita ha accelerato sensibilmente dopo l'estate del 2004. I tassi risultavano bassi anche in termini reali, pur in presenza di aspettative inflazionistiche a più lungo termine eccezionalmente moderate. Si sono poi osservati una modesta volatilità e minori premi al rischio, anche se soprattutto nel segmento a breve, non contribuendo così a spiegare i bassi livelli dei tassi relativi alle scadenze più lontane. Fra le altre possibili interpretazioni figurano le progettate riforme dei fondi pensione e dei sistemi di contabilità, che secondo alcuni operatori potrebbero incrementare la domanda di attività a lunga scadenza, nonché l'accumulazione delle attività in dollari USA da parte delle autorità asiatiche. Risulta tuttavia arduo quantificare l'impatto di questi ultimi fattori.

I bassi rendimenti a lungo termine malgrado l'inasprimento monetario ...

... destano perplessità soprattutto negli Stati Uniti



Prospettive di crescita

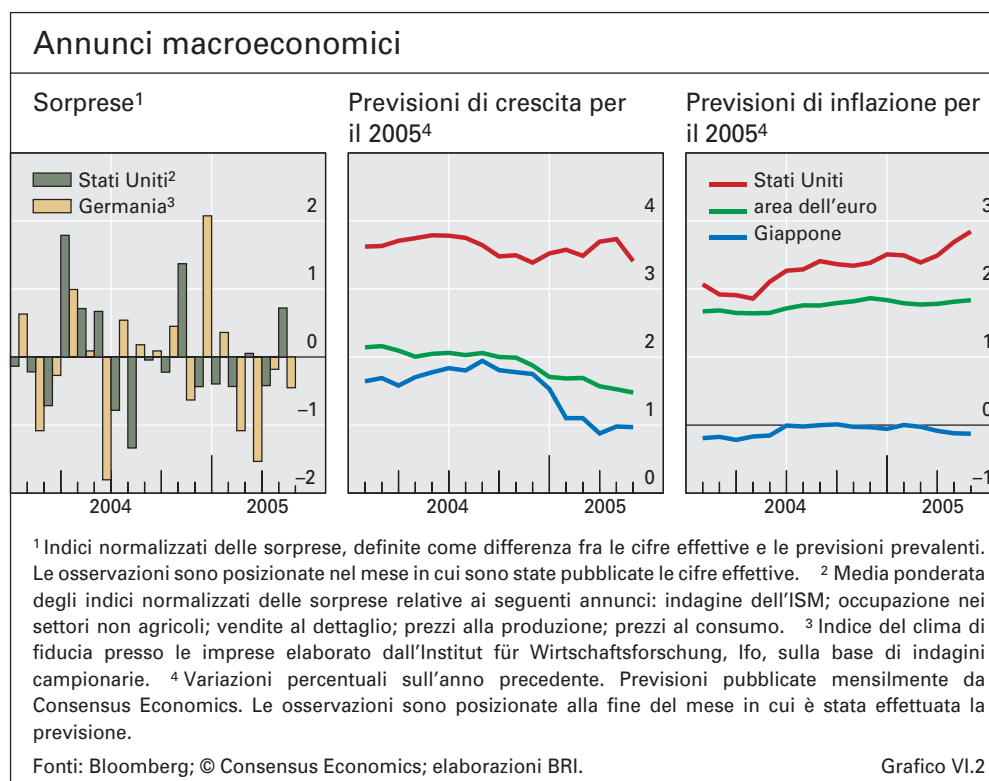
L'indebolimento delle prospettive di crescita costituisce una spiegazione ...

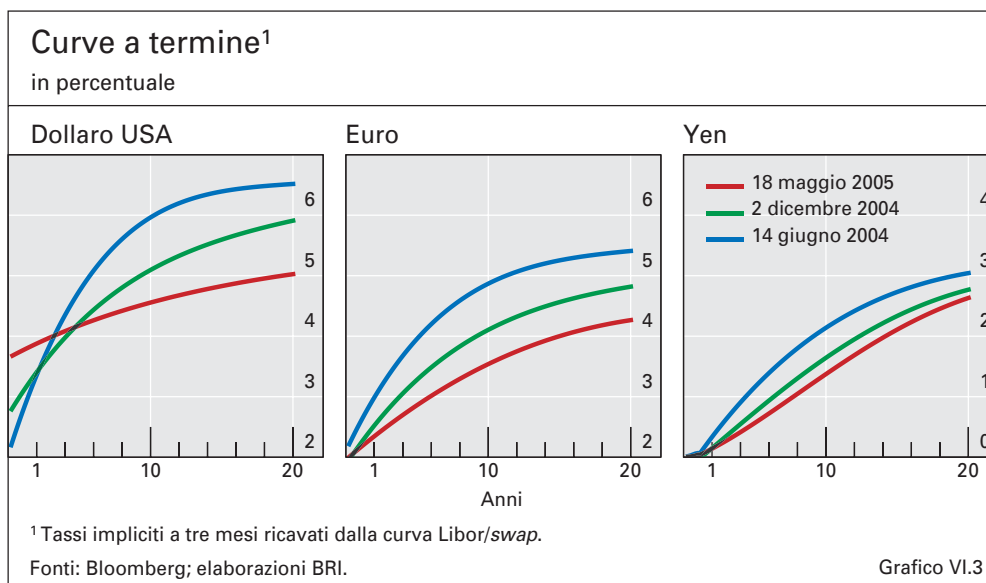
L'indebolimento delle prospettive di crescita ha concorso all'iniziale calo dei rendimenti (grafico VI.2). Questi erano fortemente aumentati in aprile e maggio 2004, allorché dati inaspettatamente positivi sul mercato del lavoro statunitense e segnali provenienti dalla Federal Reserve avevano indotto gli operatori ad attendersi che i tassi ufficiali USA iniziassero a salire ben prima del previsto. Tuttavia, nel luglio e nell'agosto di quell'anno la pubblicazione di cifre sull'occupazione inferiori alle attese ha causato un'impennata sui mercati mondiali del reddito fisso, in quanto gli investitori hanno corretto il giudizio sul probabile ritmo dell'inasprimento monetario. La revisione al ribasso delle previsioni per la crescita mondiale ha rafforzato il clima di pessimismo.

... in particolare per Europa e Giappone

Gli annunci di dati migliori delle aspettative hanno arrestato la caduta dei rendimenti in dollari nel quarto trimestre, ma non sono riusciti ad annullare il precedente calo. Nel contempo, i rendimenti in euro e yen hanno perso ulteriore terreno in seguito ai continui annunci di dati deludenti per le rispettive economie. Fra agosto 2004 e maggio 2005 le previsioni prevalenti per la crescita del PIL nel 2005 sono state corrette verso il basso di un quarto nell'area dell'euro, all'1,5%, e di metà in Giappone, all'1,0%. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi decennali in dollari e in euro si è significativamente ampliato, toccando in marzo un picco di circa 102 punti base, il più elevato dal 1999.

A metà febbraio 2005 i rendimenti a lungo termine hanno toccato il punto di minimo, poiché si era diffusa sempre più fra gli investitori l'opinione che il





mercato fosse destinato a subire una correzione. Questo punto di vista si è in particolare rafforzato dopo che il Presidente della Federal Reserve ha definito il basso livello dei rendimenti un "enigma", e sono divenuti più evidenti le pressioni sull'inflazione e i segni di un accresciuto potere di determinazione dei prezzi da parte delle imprese. A partire dal 9 febbraio i rendimenti sul titolo del Tesoro USA decennale sono saliti di quasi 70 punti base in meno di sei settimane, e quelli sul *Bund* di circa la metà. Ma questa fase di rialzo si è rivelata di entità molto più limitata di quella dell'estate 2003 (che causò un aumento di 130 punti base nei rendimenti decennali) e di quella della primavera 2004 (115 punti base). Anche la sua ampiezza è stata più circoscritta: contrariamente agli episodi precedenti, alla crescita dei rendimenti statunitensi non sono corrisposti movimenti di rilievo sul mercato giapponese. I deludenti dati economici di aprile, in particolare quelli sull'occupazione e sulle vendite al dettaglio, hanno fatto scendere i rendimenti sui *Treasuries*, mentre quelli sui titoli del Tesoro tedeschi hanno toccato nuovi minimi storici in maggio (grafico VI.3).

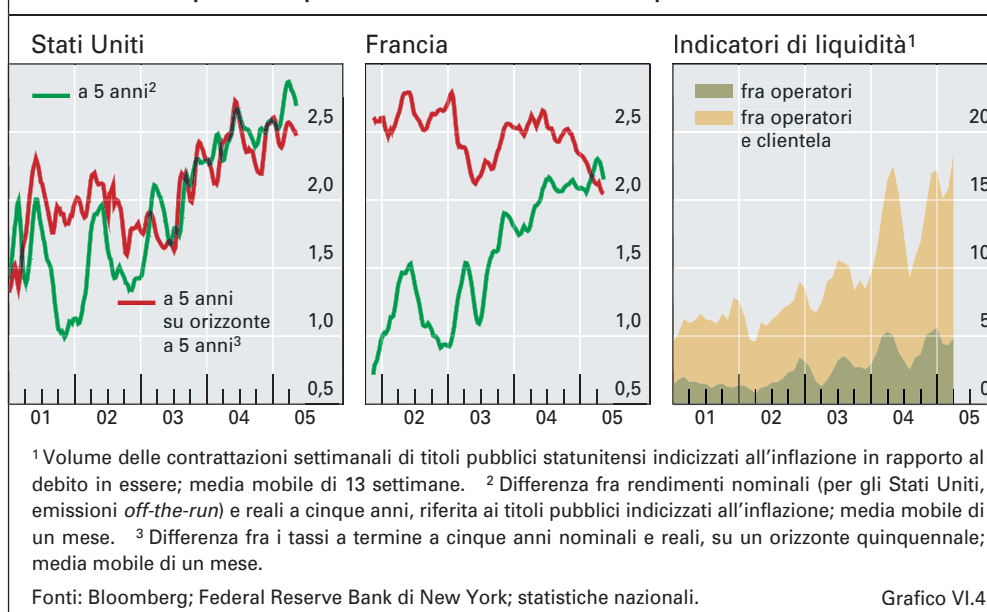
La fase di rialzo agli inizi del 2005 è di portata e durata limitate

Moderate aspettative inflazionistiche

Per gran parte del periodo un contributo all'andamento insolitamente moderato dei tassi nominali a lunga è provenuto dal fatto che le aspettative per l'inflazione di lungo periodo sono rimaste sotto controllo, anche in presenza di un'impennata dei corsi petroliferi e di previsioni di una vigorosa crescita economica negli Stati Uniti. Ne sono una riprova i titoli indicizzati all'inflazione, il cui differenziale di rendimento rispetto ai titoli pubblici non indicizzati fornisce una misura approssimativa del compenso richiesto dagli investitori per l'inflazione attesa. Da metà 2004 a fine aprile tale differenziale è aumentato di circa 20 punti base per le obbligazioni quinquennali, ma è sceso nel caso dei tassi a termine a cinque anni attesi su un orizzonte di cinque anni, di 12 punti base per le obbligazioni indicizzate statunitensi e ancor più per gli omologhi titoli francesi denominati in euro (grafico VI.4). Rispetto a precedenti episodi di forte rialzo dei prezzi petroliferi, nel giudizio

Le moderate aspettative inflazionistiche deprimono i rendimenti ...

Misure del premio per l'inflazione e della liquidità



degli operatori di mercato le banche centrali hanno acquisito maggiore credibilità nella lotta all'inflazione.

I rendimenti delle obbligazioni indicizzate incorporano premi per la liquidità che potrebbero inficiare la loro significatività quali indicatori dell'inflazione attesa. Nondimeno, i recenti aumenti degli scambi dei titoli statunitensi di questa categoria fanno ritenere che lo spessore e l'ampiezza del mercato siano notevolmente cresciuti. Il rapporto fra il volume delle contrattazioni e lo stock di titoli indicizzati è in costante aumento dal 2000, sia fra operatori principali, sia fra questi e altri investitori (grafico VI.4, diagramma di destra). Pertanto, sebbene i premi per la liquidità applicati ai titoli indicizzati possano comportare una sottostima del compenso per l'inflazione, è probabile che queste distorsioni si siano progressivamente ridotte.

... ma i tassi calano anche in termini reali

Nello stesso tempo, i rendimenti sulle obbligazioni indicizzate indicano che il minor compenso per l'inflazione attesa non può da solo spiegare il basso livello dei rendimenti a lunga. A partire da metà 2004 anche i tassi *forward* a più lungo termine "reali" sono visibilmente scesi per i titoli sia statunitensi sia francesi, rispettivamente di circa 80 e 50 punti base.

Bassi livelli della volatilità e dei premi a termine

La flessione delle volatilità e dei premi a termine ...

Una delle altre ragioni spesso citate per spiegare i bassi rendimenti a lungo termine nel periodo sotto rassegna è la diminuzione dell'incertezza circa le prospettive economiche in generale, ma soprattutto circa l'andamento dei tassi di interesse. Una minore incertezza dovrebbe di norma ridurre i premi a termine, che creano uno scarto fra i tassi *forward* a breve per le varie scadenze e il profilo dei tassi a breve attesi dagli operatori per quelle stesse scadenze. In effetti, dopo che la Federal Reserve ha iniziato a innalzare i tassi, le volatilità sia effettive sia implicite per i contratti a tasso fisso, già piuttosto basse in base ai parametri storici, sono ulteriormente calate. Secondo molti analisti, a questo calo ha contribuito la chiara comunicazione delle proprie

intenzioni da parte della banca centrale statunitense, compresa la reiterata affermazione che il ritmo dell'inasprimento sarebbe stato "misurato".

Coerentemente con questa ipotesi, il maggior calo delle volatilità nei principali mercati del reddito fisso a partire dal 2002 e 2003 si è verificato nel segmento a breve della curva. Ciò emerge con particolare chiarezza per le volatilità implicite desunte dalle opzioni sugli *swap* (*swaption*) di tasso di interesse, contratti che fungono da parametro del costo della provvista per gran parte delle istituzioni finanziarie internazionali (grafico VI.5, diagrammi di sinistra e centrale). Sebbene le volatilità implicite (annualizzate) sugli *swap* in dollari USA con scadenza pari a un anno siano scese dal picco del 56,8% nel 2003 al 21% di fine aprile 2005, le volatilità implicite sui tassi *swap* decennali in dollari mostrano massimi e minimi molto più contenuti. Le volatilità nel mercato degli *swap* in euro hanno esibito un profilo analogo, ma a livelli ancor più bassi. Pertanto, la riduzione della volatilità nei principali mercati finanziari si deve soprattutto ai mercati a breve in dollari USA, mentre è stata trascurabile su quelli a più lungo termine in dollari e in euro.

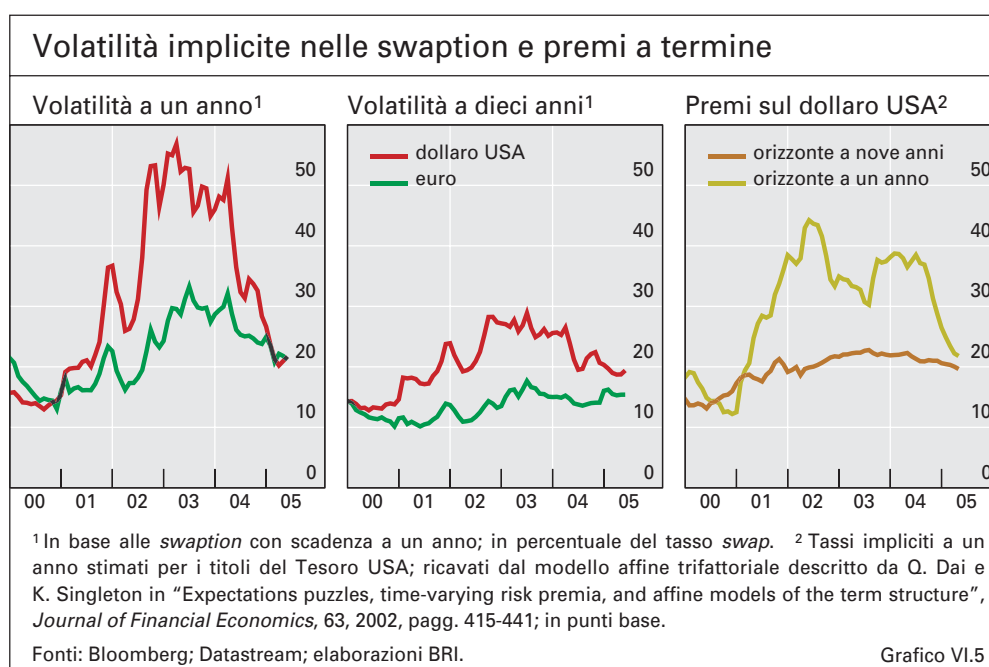
Vi sono riscontri diretti del fatto che i premi al rischio siano calati principalmente nel segmento a breve. In base alle stime di un modello trifattoriale della curva dei rendimenti, i premi nel comparto a breve della curva dei titoli del Tesoro USA sarebbero calati di quasi 25 punti base dagli inizi del 2002 (grafico VI.5, diagramma di destra). Ciò è in linea con una diminuzione dell'incertezza sul corso della politica monetaria nel breve termine. All'opposto, il premio al rischio incorporato nel tasso *forward* a un anno sull'orizzonte di nove anni è calato in misura soltanto marginale dalla fine del 2002 e si situa a circa 20 punti base.

Pertanto, se da un lato il calo delle volatilità e dei premi potrebbe spiegare i più bassi tassi a termine nel segmento a breve, dall'altro non sembra giustificare il livello attualmente contenuto di quelli su orizzonti più lunghi. Ad esempio, a fine aprile 2005 i tassi *forward* a breve termine

... è più marcata nel segmento a breve in dollari ...

... in linea con la minore incertezza sul corso della politica monetaria ...

... e difficilmente spiega il basso livello dei tassi su orizzonti più lunghi



sull'orizzonte decennale si situavano al 4,8%. Date le aspettative inflazionistiche a lungo termine negli Stati Uniti intorno al 2,5% e le stime del tasso reale a breve coerente con un'inflazione stabile del 2,6-3,0%, per spiegare il basso livello dei tassi a termine sugli orizzonti lunghi occorre ipotizzare un calo dei premi al rischio ben più ampio di quello stimato.

Riforme pensionistiche e domanda di titoli a lunga scadenza

I cali dei rendimenti sono pronunciati sulle scadenze più lunghe ...

Sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro la flessione nei rendimenti è stata particolarmente pronunciata per le scadenze oltre i dieci anni. Fra metà 2004 e aprile 2005 il differenziale di tasso fra il titolo del Tesoro USA con scadenza più lunga e quello decennale è diminuito di oltre 50 punti base, mentre un calo pari a circa la metà si è registrato per il differenziale fra i *Bund* a dieci e a 30 anni. In risposta a ciò, il Tesoro francese ha lanciato nel marzo 2005 un'obbligazione a 50 anni, e altri governi europei hanno anch'essi annunciato emissioni a lunghissima scadenza. Tuttavia, l'accresciuta offerta non ha ridotto l'entusiasmo degli investitori per questo tipo di emissioni. Anche l'ampliamento dei differenziali a termine in dollari seguito all'inaspettato annuncio del maggio 2005, secondo cui il Tesoro statunitense stava vagliando la possibilità di tornare a emettere un titolo trentennale dopo una pausa di cinque anni, è stato di durata relativamente breve.

... e motivati in parte dalle previste riforme pensionistiche

Fra i fattori di sostegno della domanda di strumenti a lunga scadenza molti operatori hanno citato le previste riforme dei fondi pensione e delle regole contabili. Le proposte di riforma pensionistica annunciate dal Dipartimento del lavoro statunitense agli inizi del gennaio 2005 innalzerebbero significativamente la volatilità di tasso di interesse derivante da asimmetrie nelle scadenze di attività e passività, mentre il progetto in base al quale la Pension Benefit Guaranty Corporation determinerebbe i premi su una base corretta per il rischio accrescerebbe il loro costo. Inoltre, le proposte indipendenti di riforma contabile prevedono una rilevazione più tempestiva delle asimmetrie di durata finanziaria nei bilanci dei fondi pensione. È stato osservato che l'impatto congiunto di queste misure, se attuate, accrescerebbe fortemente la domanda di attività a lungo termine da parte dei fondi pensione al fine di equilibrare la struttura per scadenze di attivo e passivo. In varie parti d'Europa sono state discusse riforme analoghe, come ad esempio l'introduzione dei principi contabili internazionali e di riforme pensionistiche di altro tipo nei Paesi Bassi e in Svezia.

Sulla scorta della recente esperienza storica in altri paesi, è lecito prevedere che le riforme pensionistiche abbiano un impatto sul prezzo delle obbligazioni a lunga scadenza ancor prima della loro attuazione. Nel 1999 l'annuncio di una modifica della regolamentazione pensionistica nel Regno Unito concorse in quello stesso anno a un'inversione della curva dei rendimenti sulle scadenze ultradecennali, sebbene i fondi pensione avessero aumentato solo dopo un certo tempo la disponibilità di strumenti a reddito fisso con *duration* più elevata a scapito degli investimenti azionari. Anche in Danimarca, dove a partire dal 2001 le passività dei fondi pensione sono contabilizzate ai prezzi correnti di mercato, si è osservato un notevole impatto sui prezzi dei titoli a lungo termine.

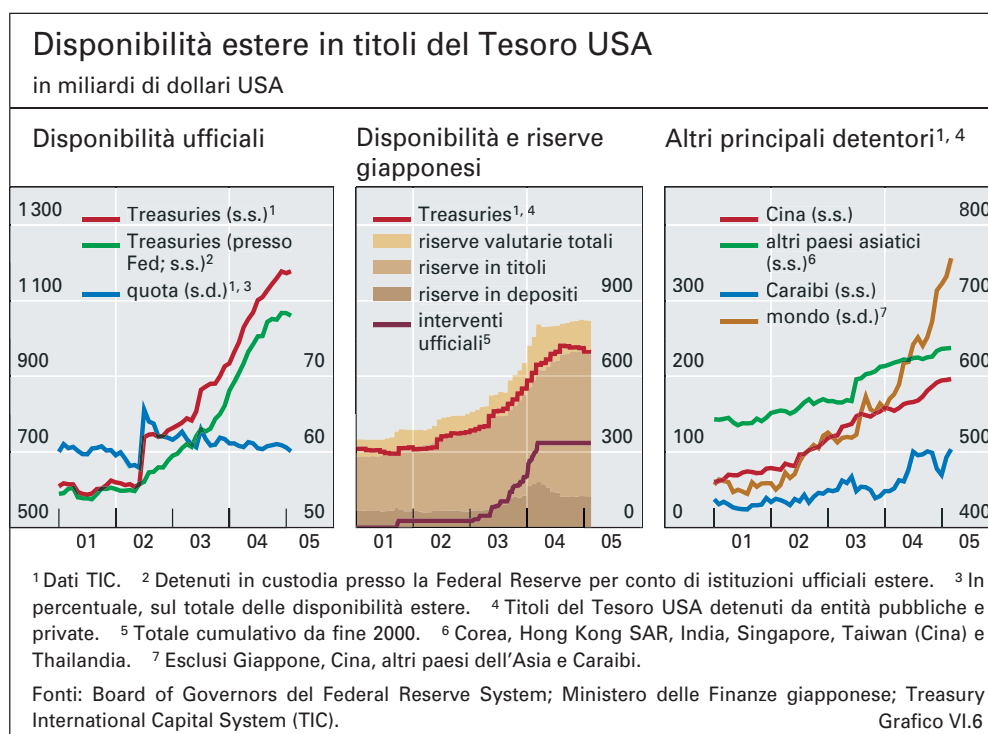
Accumulo di riserve e domanda asiatica

La domanda degli investitori asiatici, in particolare quella proveniente dal reinvestimento in titoli statunitensi delle riserve valutarie ufficiali, avrebbe rappresentato secondo fonti di mercato un'altra possibile determinante del basso livello dei rendimenti negli Stati Uniti. L'azione delle autorità asiatiche tesa a contrastare l'apprezzamento delle rispettive monete di fronte ai crescenti afflussi di capitali esteri ha provocato nel 2004 un aumento di \$535 miliardi delle loro riserve (incluse quelle giapponesi), che sono così salite a complessivi \$2,4 trilioni. A questo accumulo di riserve hanno soprattutto contribuito nella prima parte dell'anno il Ministero delle Finanze giapponese e quindi, allorché quest'ultimo ha cessato gli interventi valutari, le banche centrali di altre economie asiatiche. Il parziale reinvestimento di queste riserve ha concorso alla crescita delle disponibilità asiatiche totali (sia private che pubbliche) in titoli del Tesoro USA, aumentate di un importo stimato in \$219 miliardi nel 2004, superiore a quello per l'insieme del resto del mondo (grafico VI.6).

Tuttavia, in che misura questa forte domanda asiatica di titoli statunitensi abbia contribuito al basso livello dei rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti rimane una questione aperta. Alcuni operatori hanno ipotizzato che gli investimenti asiatici, in particolare durante il periodo degli interventi giapponesi, abbiano abbassato i rendimenti di ben 60 punti base, con stime che variano notevolmente a seconda della scadenza del titolo, del periodo considerato e della metodologia empirica. Tuttavia, in questo tipo di analisi vi è il rischio di invertire il nesso causale: i gestori delle riserve potrebbero accrescere gli acquisti di attività in dollari USA *in risposta* a un calo dei rendimenti. Ciò varrebbe nel caso in cui gli interventi a sostegno del dollaro apparissero necessari di fronte a notizie economiche deludenti dagli Stati Uniti, a deflussi di capitali verso l'Asia e a conseguenti pressioni al rialzo sulle valute asiatiche.

Le autorità asiatiche continuano ad accumulare riserve

È plausibile che gli acquisti asiatici di titoli USA abbiano inciso sui relativi rendimenti ...

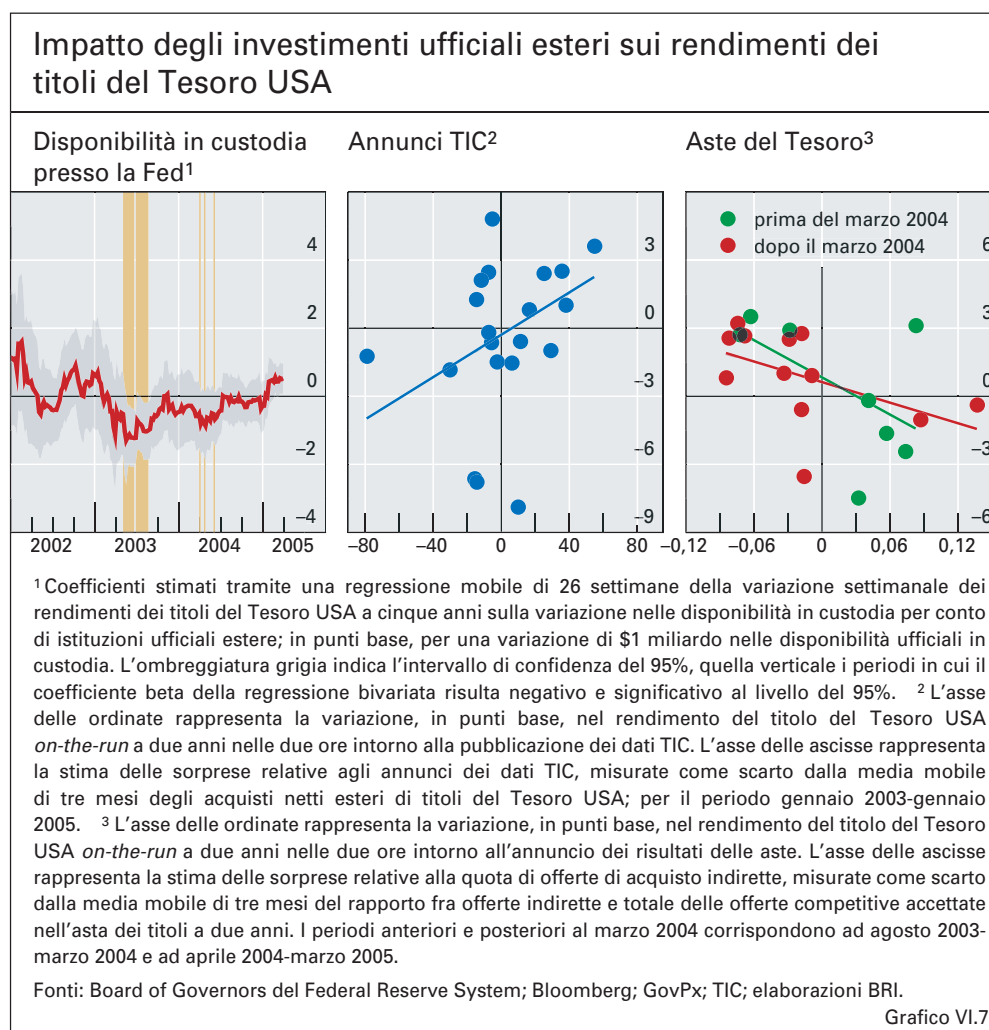


... ma è difficile
individuare
gli effetti nei dati

Vi sono indicazioni che un eventuale effetto degli acquisti asiatici sui rendimenti statunitensi sarebbe venuto meno ancor prima della cessazione degli interventi giapponesi nel marzo 2004. Una significativa relazione tra la variazione settimanale dei rendimenti dei titoli del Tesoro USA e quella delle disponibilità di questi titoli detenute in custodia presso la Federal Reserve, misurata mediante una regressione condotta su intervalli di tempo successivi, è riscontrabile solo in modo intermittente (grafico VI.7, diagramma di sinistra). La relazione negativa per le *note* a cinque e a dieci anni raggiunge livelli standard di significatività statistica solo fra maggio e agosto 2003, annullandosi prima del marzo 2004. Ciò potrebbe indicare un indebolimento del nesso fra rendimenti USA e acquisti asiatici nel 2004, ma potrebbe altresì riflettere la possibilità che altre banche centrali asiatiche abbiano investito riserve in titoli USA attraverso canali meno osservabili.

I rendimenti non
hanno reagito
alle sorprese
provenienti dai
rapporti del TIC ...

Scarse sono le evidenze secondo cui la pubblicazione di informazioni sugli acquisti asiatici di titoli statunitensi avrebbe mosso i rendimenti in modo prevedibile. Gli operatori seguono attentamente il rapporto mensile del Treasury International Capital (TIC), che fornisce dati sugli acquisti netti aggregati di titoli del Tesoro USA da parte dei residenti nei singoli paesi, nonché una stima del totale delle disponibilità ufficiali estere. Eppure il



mercato dei *Treasuries* è rimasto imperturbato di fronte alla “sorpresa” relativamente ingente (quantificabile in \$22,5 miliardi rispetto alle previsioni prevalenti) negli acquisti esteri netti segnalati nel rapporto TIC del novembre 2004, nonché a quella (pari a \$2,8 miliardi) di dicembre. Guardando in retrospettiva a periodi più estesi, la pubblicazione dei dati TIC sembra aver avuto un impatto sistematico scarso o nullo sul mercato dei titoli del Tesoro USA: negli ultimi anni i rendimenti sull’emissione a due (o a cinque) anni *on-the-run* non sembrano aver reagito negativamente ai valori stimati delle sorprese negli acquisti netti totali (o in quelli ufficiali esteri) di titoli statunitensi (grafico VI.7, diagramma centrale).

Un esercizio analogo basato sull’annuncio dei risultati delle aste di titoli del Tesoro produce risultati altrettanto poco conclusivi (grafico VI.7, diagramma di destra). Le offerte di acquisto indirette, ossia quelle sottoposte dai *dealer* alle aste competitive del Tesoro USA per conto di terzi, sono spesso assunte dagli operatori come *proxy* dell’attività delle banche centrali asiatiche in questo mercato. Sebbene emerga che i rendimenti sulle emissioni *on-the-run* calano al crescere della quota delle offerte di acquisto indirette, tale relazione ha significatività statistica solo marginale per la *note* a due anni e non risulta significativa per quella a cinque anni. Inoltre, l’effetto appare assai meno pronunciato dopo l’interruzione degli interventi giapponesi. Prima del marzo 2004 una sorpresa al rialzo di 5 punti percentuali nella quota delle offerte indirette – che fra il maggio 2003 e il marzo 2005 si è collocata in media al 40% – si associa a un calo di 1,4 punti base del rendimento del titolo *on-the-run* a due anni nelle ore intorno alla pubblicazione dei risultati dell’asta. L’effetto risulta leggermente più debole se si considerano altri fattori, quali il rapporto fra importi richiesti e importi aggiudicati e l’ammontare totale aggiudicato in asta. Dopo il marzo 2004, questo effetto si riduce a 0,8 punti base.

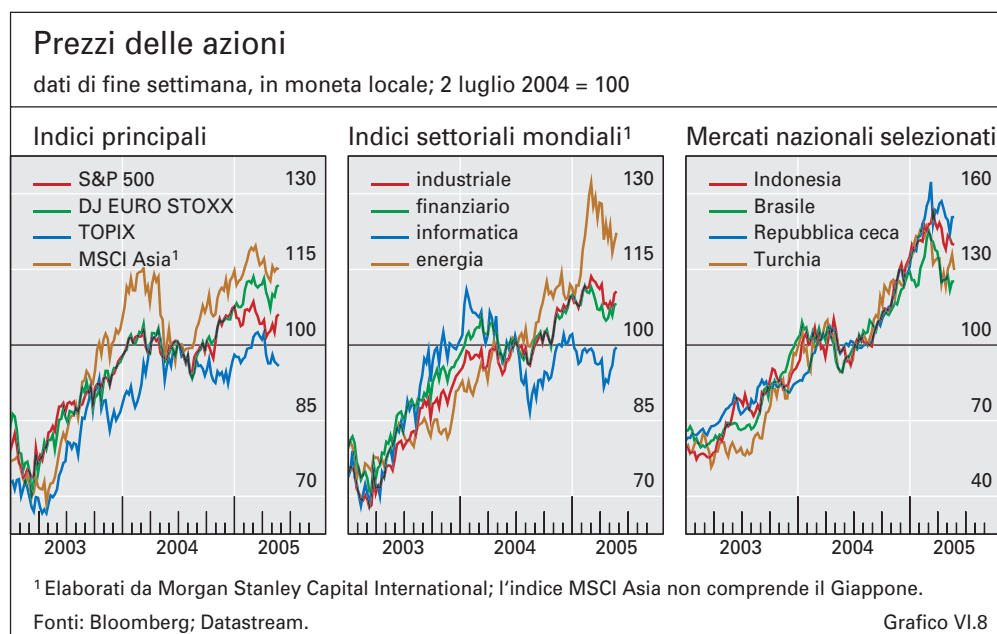
... e solo marginalmente a quelle relative alle offerte di acquisto indirette

Nel complesso, i risultati delle suddette analisi fanno ritenere che l’impatto degli acquisti asiatici sui rendimenti USA si sia considerevolmente indebolito dopo la fine degli interventi giapponesi. Essi vanno tuttavia interpretati con cautela. È possibile che l’attività di altri operatori, che potrebbero aver anticipato gli acquisti di titoli statunitensi in previsione dell’attività asiatica, abbia offuscato il legame diretto fra i rendimenti e gli investimenti asiatici, misurati dalle disponibilità in custodia presso la Federal Reserve. Inoltre, l’assenza di un effetto di annuncio significativo potrebbe derivare da misure inadeguate delle aspettative di mercato riguardo ai rapporti TIC, nonché del peso delle banche centrali asiatiche nelle offerte di acquisto indirette alle aste del Tesoro. Infine, queste stime colgono soltanto l’effetto marginale degli acquisti dato il regime dei cambi vigente, non potendo misurare l’impatto che scaturirebbe da un cambiamento congiunto nelle politiche di cambio e di allocazione delle riserve.

Mercati azionari e prezzi del petrolio

Dopo aver segnato forti rialzi nel 2003, i principali mercati azionari sono cresciuti solo moderatamente nel periodo in esame, e a ritmi assai differenti da regione a regione. L’area dell’euro e l’Asia (escluso il Giappone) hanno

I principali mercati azionari crescono solo moderatamente ...



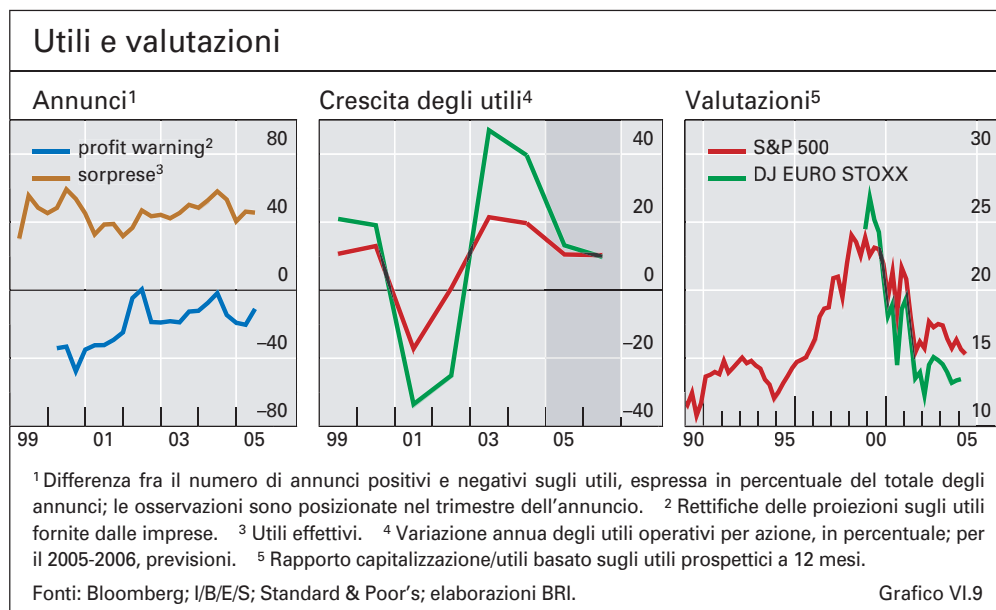
registrato le *performance* migliori, con aumenti rispettivamente del 6,2 e 11,3% in termini di valuta locale. Per contro, tra la metà del 2004 e l'aprile scorso hanno ristagnato le borse di Stati Uniti (+1,4%) e Giappone (-4,9%) (grafico VI.8). Fra le piazze con tassi di crescita superiori al 20%, sempre in termini di moneta locale, figurano quelle di paesi entrati recentemente a far parte dell'Unione europea (Repubblica ceca e Ungheria), di economie emergenti asiatiche (India e Indonesia) e di mercati latinoamericani (Brasile e Colombia). Per quanto riguarda la distribuzione settoriale, come prevedibile è stato il comparto energetico ad aggiudicarsi la prima posizione, con un rendimento complessivo medio del 20,9%, seguito dalle imprese industriali e finanziarie, i cui tassi di aumento (5,7 e 4,4% rispettivamente) hanno comunque superato la crescita degli indici globali. Le quotazioni del settore tecnologico hanno invece subito un calo del 10%.

Forte crescita dei profitti, malgrado i risultati negativi del settore tecnologico

Benché inferiore ai ritmi eccezionali del 2002-2003, la crescita dei profitti negli Stati Uniti e nell'area dell'euro è rimasta al disopra del 10% nel 2004 e agli inizi del 2005 (grafico VI.9), nonostante un cedimento verso la fine dello scorso anno. Il rapporto fra sorprese positive e negative per gli utili delle società incluse nell'indice S&P 500 ha comunque segnato un leggero recupero nei primi mesi di quest'anno. Anche i *profit warning* hanno mostrato un progresso in questo periodo, dopo il peggioramento di fine 2004. In realtà, ad attirare spesso l'attenzione sono stati i deludenti annunci di primarie società tecnologiche, in particolare la scorsa estate e agli inizi del 2005. Nondimeno, negli Stati Uniti e nell'area dell'euro gli annunci sugli utili sono stati nel complesso discreti; specie per alcune importanti imprese finanziarie, nel primo trimestre dell'anno gli utili sono risultati superiori alle aspettative.

Le operazioni di fusione e acquisizione e la prospettiva di un nuovo incremento della leva finanziaria delle società sono sembrate infondere nuova

... nonostante la forte accelerazione dei profitti ...



linfa nei mercati azionari all'inizio del 2005. Diverse fusioni per svariati miliardi di dollari sono state annunciate negli Stati Uniti a fine gennaio. In Europa le voci di acquisizioni di banche italiane hanno sostenuto positivamente gli indici di mercato.

... e la più intensa attività di fusione e acquisizione

Nel marzo 2005, tuttavia, i mercati azionari globali hanno cominciato a vacillare. I dati macroeconomici degli Stati Uniti – soprattutto i deludenti andamenti di vendite al dettaglio, inflazione e fiducia dei consumatori annunciati in aprile – paiono aver inciso sulle quotazioni azionarie di tutto il mondo. L'umore di consumatori e imprese è cambiato in peggio anche in Europa. In Giappone, le crescenti tensioni politiche con la Cina hanno parimenti concorso al deterioramento del clima di mercato, culminato il 18 aprile con un calo del Nikkei 225 pari al 3,8%, la perdita più ingente mai registrata in un solo giorno dal 10 maggio 2004.

Ripiegamento dei mercati a marzo e aprile 2005

Mercati condizionati dai crescenti prezzi petroliferi

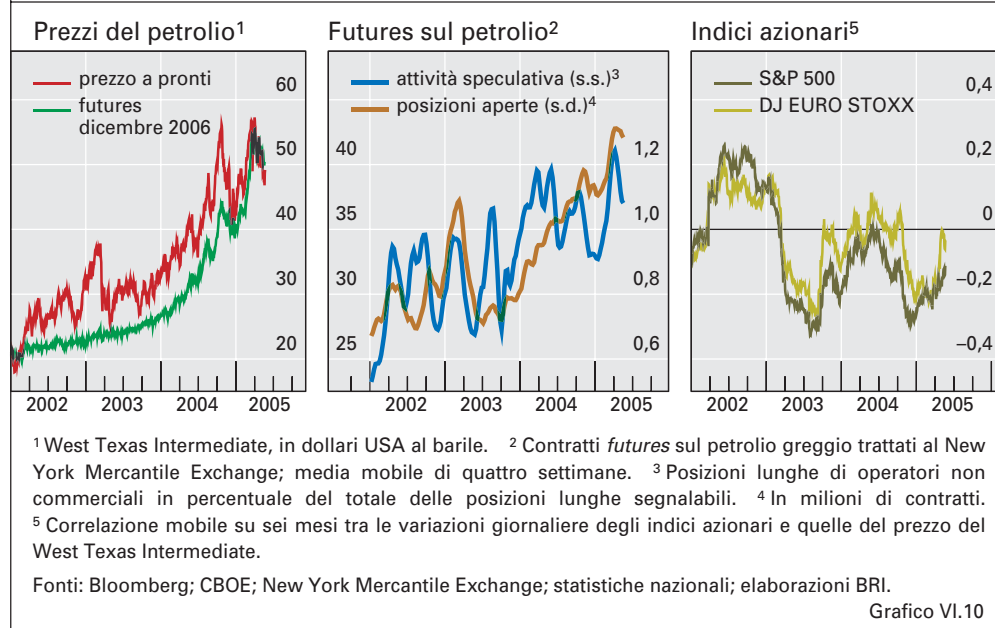
La crescente domanda di petrolio in presenza di vincoli a breve termine dal lato dell'offerta ha contribuito a sospingerne i prezzi, che hanno a loro volta acuito la debolezza dei mercati azionari globali nel periodo sotto rassegna. A fine 2004 il prezzo del Brent era aumentato del 34% rispetto a un anno prima, e al 31 marzo 2005 aveva guadagnato un ulteriore 32%. Le tendenze di lungo periodo della domanda e dell'offerta di greggio, segnatamente il persistere di alti tassi di crescita nei paesi a elevato consumo di petrolio come la Cina e i ristretti margini di capacità nell'industria petrolifera mondiale, hanno continuato a essere fonte di preoccupazione (Capitolo III).

I rincari petroliferi ...

L'attività speculativa è stata spesso citata come una concausa dell'attuale rincaro del greggio, il maggiore degli ultimi dieci anni. Secondo quanto pubblicato dalla Commodity Futures Trading Commission, l'autorità di regolamentazione dei mercati *futures* statunitensi, le posizioni aperte – ossia, i contratti stipulati ma non ancora bilanciati con un'operazione di segno

... e la connessa ondata speculativa ...

Prezzi del petrolio e indici azionari



opposto o con la consegna – sono cresciute di oltre il 60% tra fine 2003 e fine marzo 2005. Inoltre, nel 2004 (e nella prima parte del 2005) la quota degli operatori non commerciali sul totale delle posizioni lunghe aperte, benché variabile, ha superato significativamente quelle del 2003 e del 2002, e ciò convalida l'opinione secondo cui questi operatori avrebbero sensibilmente accresciuto la propria operatività sui mercati *futures* del petrolio all'aumentare dei prezzi del greggio (grafico VI.10). Ciò detto, è difficile valutare la misura in cui l'attività speculativa ha contribuito alla volatilità del mercato.

... hanno inciso sui mercati azionari

I bruschi rincari del petrolio hanno avuto un chiaro impatto sulle valutazioni azionarie dei maggiori mercati. Le correlazioni mobili su sei mesi fra le variazioni giornaliere dei prezzi del greggio e quelle dei principali indici azionari negli Stati Uniti e in Europa, che avevano già assunto valori decisamente negativi agli inizi del 2003 durante l'impennata dei prezzi alla vigilia della guerra in Iraq, sono ridiventate significativamente negative nella seconda metà del 2004 e nei primi mesi del 2005, in concomitanza con l'aumento delle quotazioni petrolifere e dell'attività speculativa. Nella gran parte dei casi gli operatori hanno guardato più all'impatto dei rincari del greggio sulla crescita dei profitti che non a quello sull'inflazione in quanto tale, nell'evidente convinzione che – a differenza di quanto accaduto durante gli shock petroliferi degli anni settanta – i rialzi più recenti non avrebbero riacceso l'inflazione (Capitoli II e IV).

Sostegno da una minore volatilità e dall'elevata propensione al rischio

Il calo dei premi rispecchia la bassa volatilità e l'alta propensione al rischio ...

La contrazione dei premi al rischio, che incorporano tanto la percezione del rischio quanto la propensione ad assumerlo, è stata una probabile fonte di sostegno per i mercati azionari nel secondo semestre 2004 e nei primi mesi del 2005. Le volatilità storiche (e implicite) sui principali indici azionari erano scese agli inizi di quest'anno sui minimi degli ultimi dieci anni circa. Inoltre, il

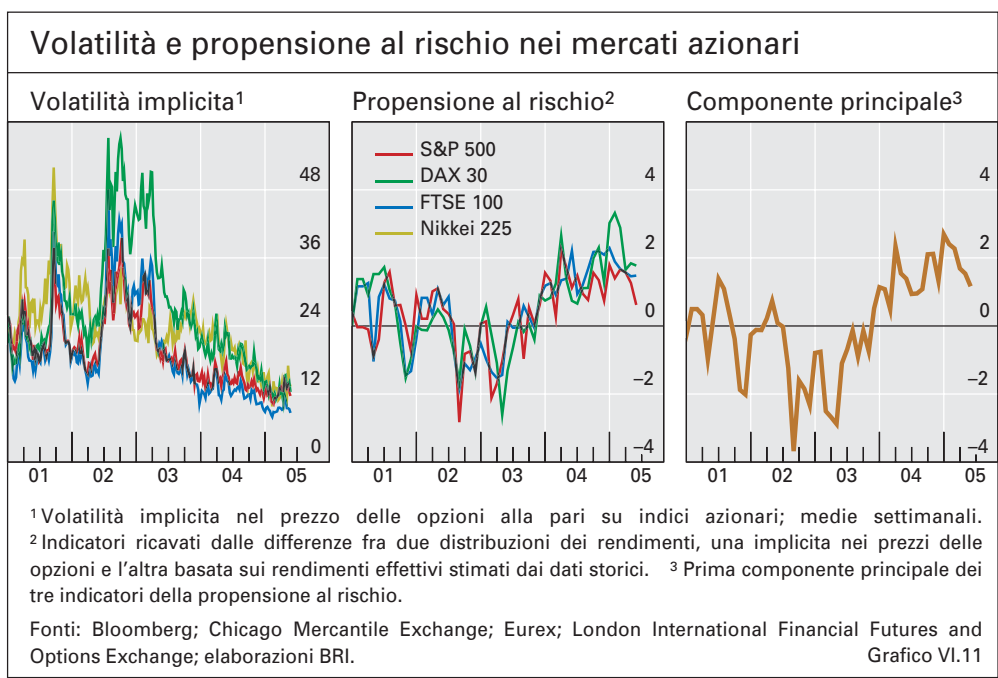
valore stimato della propensione al rischio, desunto dal prezzo delle opzioni su indici azionari e dalle volatilità storiche, per i singoli mercati e a livello mondiale, è ulteriormente aumentato per quasi tutto il periodo in esame, attestandosi all'inizio del 2005 ben al disopra della sua media di lungo periodo (grafico VI.11).

Le variazioni nella propensione al rischio sui mercati azionari durante il periodo considerato paiono essere correlate, almeno in parte, con le aspettative circa la volontà e la capacità della Federal Reserve di mantenere un ritmo graduale di innalzamento dei tassi ufficiali. Nel gennaio 2005 la propensione al rischio ha infatti subito un calo dopo la pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC di dicembre, che aveva indotto gli operatori a prevedere un inasprimento monetario più rapido negli Stati Uniti. La propensione al rischio è tornata a salire poco tempo dopo.

La misura in cui la propensione al rischio ha influito sui mercati azionari è emersa con particolare evidenza soprattutto nella primavera 2005, quando le borse dei paesi sviluppati hanno subito ingenti perdite nonostante annunci sugli utili generalmente superiori alle previsioni. A sollevare dubbi più generalizzati sulla sostenibilità dei profitti hanno contribuito congiuntamente le difficoltà senza precedenti delle principali case automobilistiche USA, nuovi problemi di *corporate governance* nel settore assicurativo e dati macroeconomici relativamente deboli. Se le misure della volatilità storica si sono mosse verso l'alto, ancor più marcato è stato l'aumento di quelle della volatilità implicita; di conseguenza, la propensione al rischio negli Stati Uniti è scesa a livelli non più osservati dal febbraio 2004.

... sebbene quest'ultima sia tornata a diminuire nella primavera 2005

Il calo di marzo e aprile, unitamente al protrarsi di una forte crescita degli utili, ha ricondotto le valutazioni azionarie in prossimità della loro media storica. Agli inizi del 2004 tali valutazioni apparivano in certa misura sovrastimate. Tuttavia, a metà maggio 2005 il rapporto capitalizzazione/utili, basato sugli

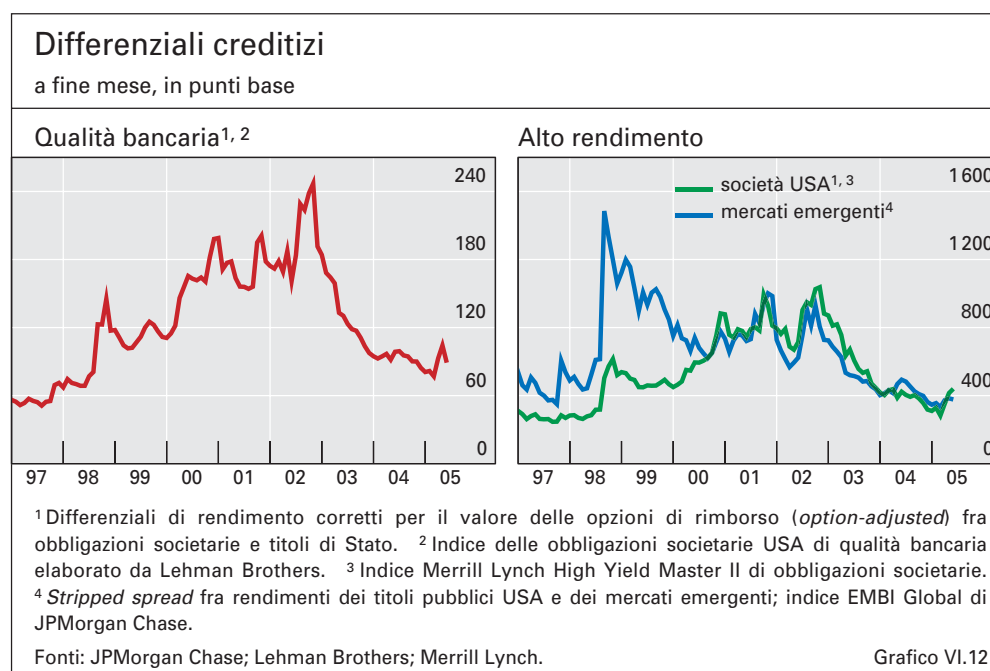


utili attesi a un anno, era sceso a 16 per l'indice S&P 500 (non molto distante dalla media di 13 per il periodo 1985-1995) e a 14 per l'indice DJ EURO STOXX (grafico VI.9). Le proiezioni sugli utili hanno avuto in passato la tendenza a essere troppo ottimistiche, e le aspettative di una crescita dei profitti nel 2005-2006 superiore al 10% – ben al di sopra del tasso di aumento del PIL nominale – potrebbero risultare ancora eccessive.

Rallentamento dei mercati del credito

Calo degli spread ai minimi storici agli inizi del 2005

La fase positiva dei mercati del credito, iniziata verso la fine del 2002, è proseguita nel 2004 per poi interrompersi tra marzo e aprile 2005. Per buona parte del periodo in esame gli investitori in titoli di debito hanno mostrato una maggiore fiducia nelle prospettive a breve termine rispetto ai loro omologhi dei mercati azionari. I differenziali su tutti i tipi di strumenti – societari e sovrani, di qualità bancaria e ad alto rendimento, con e senza garanzia – si sono ridotti durante il secondo semestre 2004 e nei primi mesi del 2005 (grafico VI.12). A febbraio di quest'anno gli *spread* sui titoli societari si erano collocati in prossimità dei minimi storici e quelli sulle obbligazioni di mercati emergenti erano scesi a livelli senza precedenti. Nel momento in cui gli investitori si sono mostrati più avversi al rischio, si è tuttavia verificata un'ondata di vendite. A metà maggio 2005 gli *spread* sui titoli privati in dollari USA con rating A si situavano a 78 punti base, 14 punti in più rispetto a febbraio, pressoché invariati rispetto ai livelli di un anno prima e 33 punti al di sopra del minimo dell'ottobre 1997. Nello stesso periodo, i differenziali sul debito dei mercati emergenti erano invece pari a 383 punti base, con un aumento di 38 punti rispetto al febbraio 2005, ma ben al di sotto dei valori di un anno prima e persino dei minimi toccati nell'ottobre 1997.



Qualità creditizia: verso un punto di svolta?

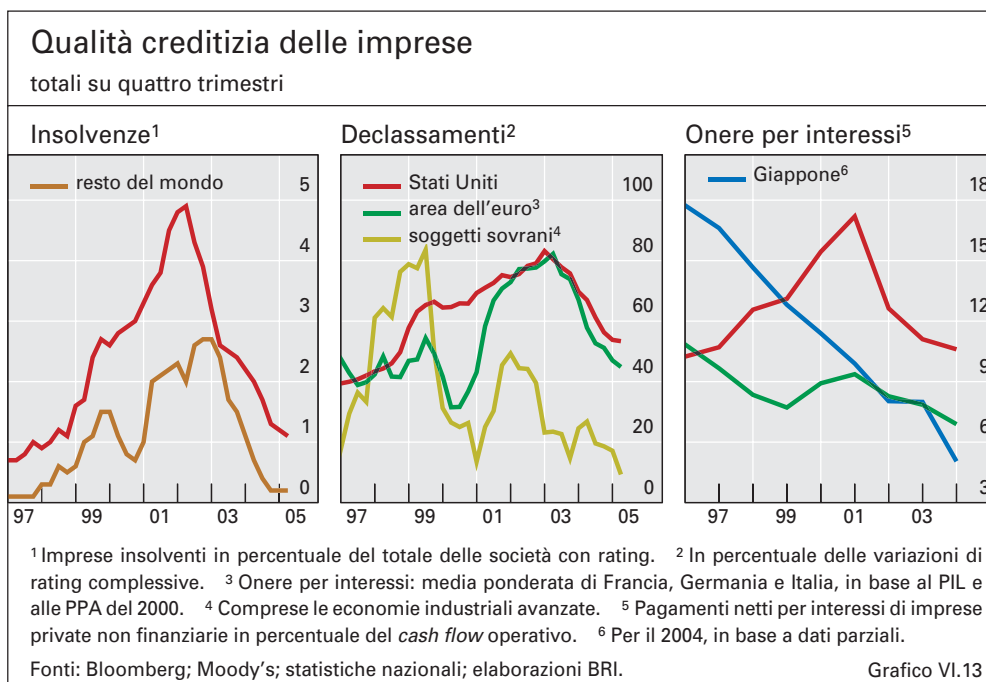
La fiducia degli investitori sui mercati in esame è stata sorretta da un significativo miglioramento della qualità creditizia nel 2004. Nelle principali economie l'incidenza delle insolvenze societarie e dei declassamenti di rating – che nel 2001 aveva sfiorato i massimi storici – è scesa ai livelli del 1997, quando si era toccato il culmine del precedente ciclo creditizio (grafico VI.13). Nel 2004 i declassamenti hanno rappresentato il 54% delle variazioni di rating assegnate da Moody's alle società statunitensi, una percentuale analoga a quella del 1998 ma ben al di sotto dell'83% fatto registrare nel 2002. Inoltre, la quota degli oneri per interessi sul totale del *cash flow* – un indicatore comunemente utilizzato che segnala incipienti difficoltà finanziarie – è scesa a livelli non più osservati da molto tempo.

Significativi miglioramenti nella qualità del credito ...

Anche i mercati emergenti sono stati agevolati dalle condizioni economiche e finanziarie. Se da un lato gli alti prezzi delle materie prime hanno favorito taluni paesi, dall'altro i miglioramenti delle posizioni sull'estero, dei sistemi finanziari, nonché delle politiche monetarie e di bilancio hanno reso molte economie emergenti più resistenti di fronte agli shock (Capitolo III). Nel 2004 il rapporto fra avanzamenti e declassamenti di mutuatari sovrani è stato di quasi 5 a 1.

Nonostante il generalizzato miglioramento della qualità creditizia, taluni prenditori hanno incontrato difficoltà. Fra di essi spiccano le case automobilistiche statunitensi, e in particolare General Motors, uno dei principali emittenti sul mercato obbligazionario. Una serie di deboli rapporti sugli utili e di annunci sfavorevoli delle agenzie di rating, culminati con un declassamento alla qualità non bancaria, ha fatto balzare i differenziali sui *credit default swap* (CDS) relativi ai titoli General Motors da circa 200 punti base a metà 2004 a 280 alla fine dell'anno, e a oltre 900 punti nell'aprile scorso. Ma i problemi

... ma difficoltà in taluni settori, come quello automobilistico



hanno interessato anche altri settori, come quelli assicurativo e farmaceutico, entrambi posti sotto più stretta sorveglianza da parte delle autorità USA in seguito a rivelazioni su pratiche commerciali scorrette (per quanto riguarda il settore assicurativo, si veda il Capitolo VII). Sul versante dei prenditori pubblici, problemi di bilancio hanno condotto a un declassamento delle Filippine, mentre le incertezze di natura politica hanno inciso negativamente su diverse economie, fra cui Ucraina ed Ecuador.

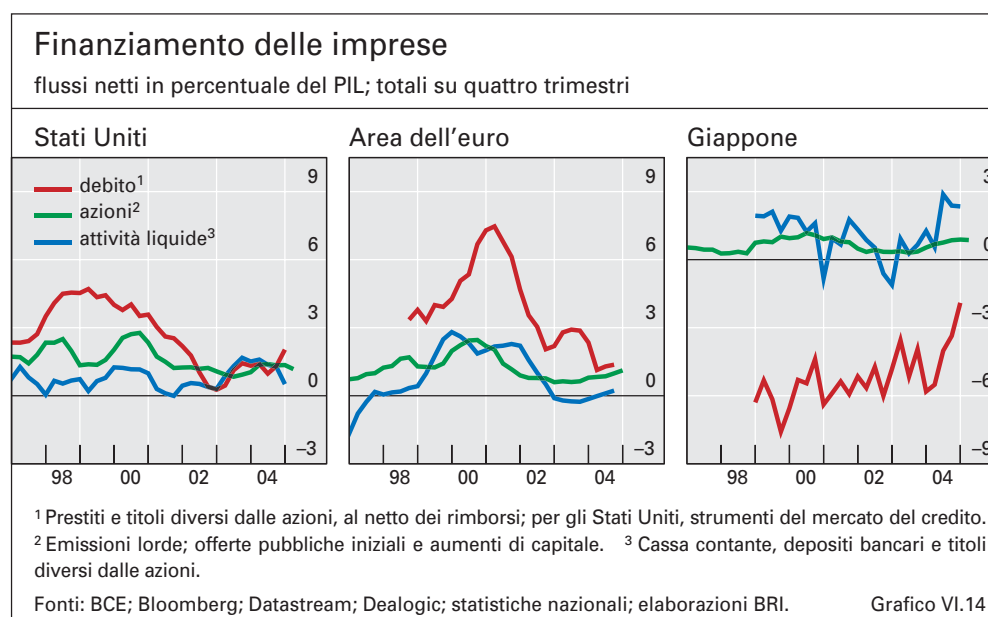
Maggiori esigenze di finanziamento delle società USA ...

Molto spesso nel periodo in esame queste difficoltà sono state giudicate dagli investitori come eventi isolati, non sintomatici di problemi più ampi. Gli sviluppi intervenuti a partire dalla fine del 2004, tuttavia, facevano apparire sempre più probabile che la qualità creditizia delle imprese avesse raggiunto il punto di massimo. Negli Stati Uniti, in particolare, il settore societario ha accresciuto il ricorso all'indebitamento (grafico VI.14). Nell'insieme del 2004 lo stock di debito bancario e di *commercial paper* è cresciuto per la prima volta dal 2000, e verso fine anno l'accumulo di contante e altre attività liquide da parte delle imprese è rallentato rispetto agli eccezionali ritmi di crescita del 2003 e del primo semestre 2004.

... indotte dalla spesa in beni strumentali e dalle acquisizioni ...

Le maggiori esigenze di finanziamento delle società USA, essendo indotte in buona parte dalla dilatazione della spesa in beni strumentali e dalle acquisizioni, non erano necessariamente pregiudizievoli per la qualità creditizia. Nel 2004 gli investimenti delle imprese negli Stati Uniti sono accelerati nettamente dopo tre anni di sostanziale invarianza (Capitolo II). Le fusioni e acquisizioni hanno segnato una forte ripresa rispetto ai minimi ciclici. Molte operazioni sono state finanziate con capitale azionario o liquidità in eccesso, ma quelle regolate con fondi mutuati hanno rappresentato una quota significativa. L'aumento della spesa in conto capitale e delle acquisizioni ha coinciso con una minore crescita dei profitti, limitando così la capacità delle imprese di ricorrere all'autofinanziamento.

Ad accrescere il fabbisogno di finanziamento delle imprese USA hanno contribuito anche gli sforzi volti a migliorare la remunerazione degli azionisti.



In molti casi i dividendi sono stati aumentati: per le società facenti parte dell'indice S&P 500 il dividendo unitario è cresciuto del 12% lo scorso anno, contro una media del 3% annuo nel decennio precedente. Talune imprese hanno anche iniziato ad accrescere nuovamente il grado di leva finanziaria. I riacquisti di azioni proprie sono tornati ai livelli record del 2000. Sebbene tale incremento sia principalmente riconducibile al proposito di compensare le *stock option* esercitate durante l'anno, diverse società hanno deciso di operare con un più elevato rapporto debito/capitale proprio. Di fatto, i riacquisti di azioni proprie e il pagamento di dividendi sono stati fra i principali motori dell'emissione di obbligazioni societarie nel 2004, mentre le operazioni di *leveraged e management buyout* hanno rappresentato una quota notevole dell'attività sui mercati dei titoli ad alto rendimento e dei prestiti sindacati.

... nonché da iniziative a favore degli azionisti

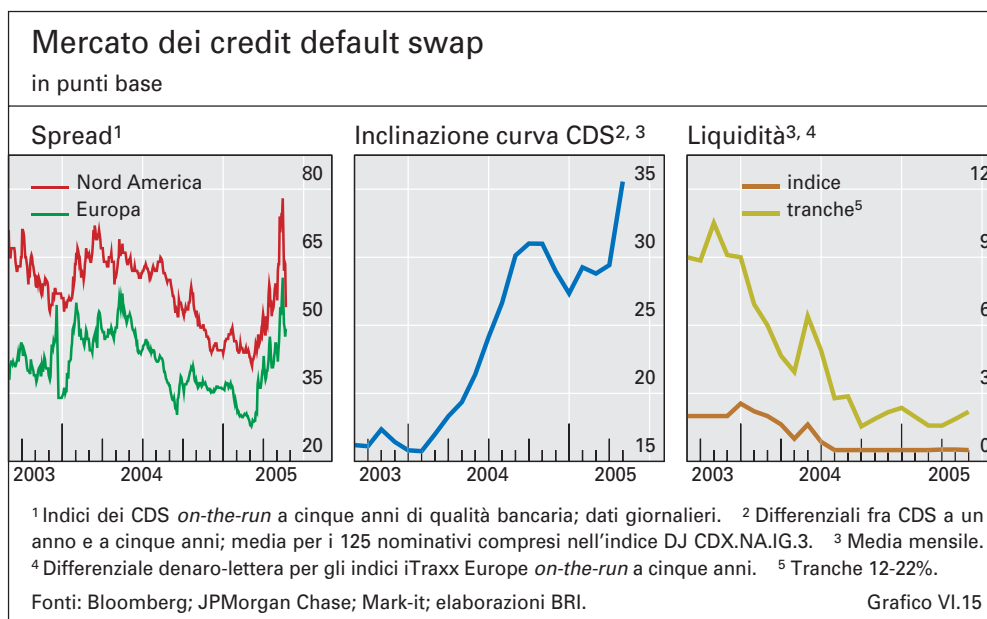
L'esigenza di perseverare nel rafforzamento dei bilanci societari è emersa con maggiore chiarezza in Europa. Anche qui – come negli Stati Uniti – molte grandi compagnie quotate hanno accresciuto i dividendi e annunciato piani di riacquisto di azioni proprie; sono parimenti aumentati i *leveraged buyout*, grazie anche al maggior dinamismo mostrato dalle società di *private equity* in molti paesi. Ma, a differenza degli Stati Uniti, l'indebitamento del settore societario è ulteriormente decelerato nel 2004, fino a toccare i livelli più bassi mai registrati da anni. La combinazione di una spesa in conto capitale ancora fiacca e di una crescita dei profitti a due cifre ha limitato il fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese. Inoltre, i mutamenti nelle politiche di fido delle banche potrebbero aver spinto le aziende che ricorrono tradizionalmente al finanziamento bancario – soprattutto piccole e medie imprese non quotate in borsa – a ridurre il grado di leva finanziaria. Infine, talune società si sono rivolte ai mercati azionari per attingere nuovo capitale. Lo scorso anno le offerte pubbliche iniziali sono state relativamente scarse, mentre le società quotate – in primo luogo banche e imprese del settore delle telecomunicazioni – hanno effettuato aumenti di capitale per un ammontare record.

Le società giapponesi hanno proseguito nella loro decennale opera di consolidamento dei bilanci. Nel 2004 gli utili hanno segnato una crescita che non ha riscontro da anni. Anziché utilizzare il maggiore *cash flow* esclusivamente per accelerare i rimborsi, tuttavia, le imprese hanno deciso di aumentare le spese in conto capitale e di ricostituire le loro riserve liquide. Il ritmo di riduzione del debito è così fortemente rallentato nel 2004, sebbene i rimborsi abbiano superato il nuovo indebitamento per il nono anno consecutivo.

Le società giapponesi riducono il debito per il nono anno consecutivo

Mutamenti nell'avversione al rischio

Con una qualità creditizia ai livelli più elevati da diversi anni a questa parte, gli *spread* sui titoli sovrani e societari sono stati ulteriormente influenzati dall'inclinazione degli investitori a sottostimare i rischi. Proseguendo la tendenza iniziata nel 2003, per buona parte del periodo in esame gli investitori alla ricerca di maggiori rendimenti hanno sospinto verso l'alto i prezzi di attività rischiose o illiquide. Tuttavia, nel marzo 2005 il rischio di controparte ha nuovamente richiamato l'attenzione degli investitori: sulla scia di un *profit warning* di General Motors, in marzo e aprile i mercati del credito



hanno lasciato sul terreno tutti i guadagni conseguiti nei 12 mesi precedenti (grafico VI.15).

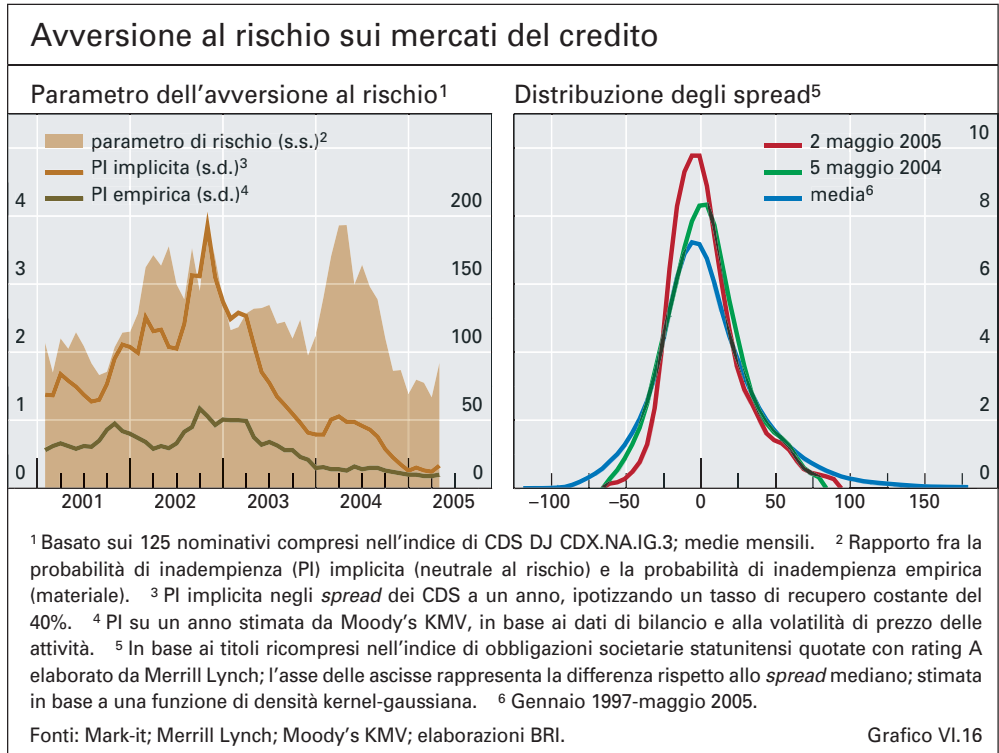
L'avversione al rischio cala ai minimi storici verso la fine del 2004

Un raffronto tra le variazioni nelle probabilità di inadempienza e gli *spread* creditizi mostra come il premio al rischio richiesto dagli investitori si sia modificato nel tempo. Le probabilità di inadempienza derivate dagli *spread* sono concettualmente equivalenti a quelle desunte dai sottostanti dati di bilancio moltiplicati per un determinato parametro dell'avversione al rischio. Il diagramma di sinistra del grafico VI.16 riporta una stima di tale parametro. L'avversione al rischio sui mercati dei CDS sembra aver toccato il culmine a metà 2002, dopo il collasso di WorldCom. Essa è poi calata negli ultimi mesi del 2002 e durante tutto il 2003, per crescere temporaneamente nel primo trimestre 2004, in concomitanza con l'ondata di vendite sui principali mercati obbligazionari. Nel comparto dei CDS la crescita dell'avversione al rischio agli inizi del 2004 è stata amplificata dalla liquidazione di operazioni con effetto di leva. L'avversione al rischio è quindi scesa a nuovi minimi verso la fine del 2004, ma è tornata a salire nel marzo e nell'aprile di quest'anno.

Le misure della discriminazione nei mercati dei titoli societari producono un risultato analogo. Il restringimento nella distribuzione degli *spread* creditizi per gli emittenti facenti parte di una data classe di rating indica come agli inizi del 2005 gli investitori non discriminassero fra i diversi mutuatari in modo altrettanto netto che in passato (grafico VI.16, diagramma di destra). Anche dopo le vendite gli *spread* dei titoli quotati A sono rimasti maggiormente addensati rispetto alla media rilevata dal 1997. Tale fenomeno è stato parimenti osservabile per altre classi di rating.

Sostenuta domanda di attività che offrono maggiori rendimenti

La forte domanda di attività che offrono più alti rendimenti fornisce un riscontro ulteriore – ancorché in parte indiretto – della propensione al rischio degli investitori. I prodotti strutturati, come le *collateralised debt obligation* (CDO) hanno incontrato particolare favore (si veda oltre). Le tranche di rango superiore di tali prodotti hanno di solito un alto rating, non di rado pari



ad AAA; eppure, a motivo della loro complessità e illiquidità, nonché delle intrinseche caratteristiche di rischio/rendimento, esse fruttano guadagni molto più elevati rispetto a obbligazioni societarie con rating equiparabile. Attirati dalla forte inclinazione della curva dei rendimenti, gli investitori si sono inoltre orientati verso strumenti a lunga scadenza. Il premio a termine calcolato come differenza tra *spread* su CDS quinquennali e annuali è diminuito nell'ultima parte del 2004, per tornare ad aumentare nell'aprile scorso in concomitanza con la fase di cessioni sui mercati del reddito fisso (grafico VI.15).

Approfittando della ricettività mostrata dagli investitori nei confronti delle strutture innovative e a più alto rendimento, i mutuatari dei mercati emergenti hanno accelerato le loro emissioni di obbligazioni in valuta locale. Nell'agosto 2004 l'Uruguay è divenuto il secondo prenditore sovrano quotato al disotto dell'*investment grade* a emettere obbligazioni globali denominate in moneta nazionale (l'Argentina era stato il primo nel 1997), emulato nel novembre successivo dalla Colombia. Le imprese brasiliane hanno seguito a ruota, collocando prestiti internazionali in real. Queste strutture aiutano anche i mutuatari dei mercati emergenti a ridurre la loro vulnerabilità ai disallineamenti valutari (Capitolo III).

Un'importante ragione alla base del minor premio richiesto dagli investitori a fronte dell'assunzione di rischio è la presunta solidità delle condizioni economiche sottostanti. Nel lungo periodo, la propensione al rischio tende a essere prociclica, ossia a sincronizzarsi con i miglioramenti o i peggioramenti attesi delle grandezze fondamentali dell'economia. Ad esempio, la sostenuta espansione mondiale ha favorito il calo dell'avversione al rischio nel 2004, mentre le correzioni al ribasso nelle previsioni di crescita hanno probabilmente amplificato l'ondata di vendite obbligazionarie tra marzo e aprile 2005.

La bassa avversione al rischio è sostenuta dalla forte crescita ...

... dalla mutata
composizione degli
operatori ...

Un secondo fattore che potrebbe aver influito sull'avversione effettiva al rischio è la mutata composizione degli operatori di mercato. Lo sviluppo del segmento delle CDO e la conseguente domanda da parte dei gestori di CDO di strumenti debitori più rischiosi (la cosiddetta *structured credit bid*) potrebbe aver modificato le preferenze collettive degli operatori attivi sui mercati del credito (si veda oltre). La crescente presenza degli *hedge fund* sui mercati dei derivati creditizi e della finanza strutturata può aver prodotto un impatto analogo (Capitolo VII).

... e dall'esiguo
livello dei tassi
ufficiali

Non da ultimo, paiono avere influito sulla propensione al rischio i bassi tassi ufficiali nelle principali economie. Abbassando i costi della raccolta e aumentando la disponibilità di fondi, tassi di interesse bassi possono influire sul costo-opportunità del capitale impiegato e accrescere il valore delle garanzie. Tutto ciò può a sua volta condurre a una maggiore assunzione di rischio. Essi influiscono altresì interagendo con altre determinanti dell'avversione al rischio, ad esempio facilitando le operazioni con effetto di leva. Inoltre, in presenza di *bias* psicologici e vincoli istituzionali, i bassi tassi di interesse possono innescare una vera e propria "caccia al rendimento". Come rilevato nella *74ª Relazione annuale*, molti investitori paiono riluttanti, se non anche impreparati, ad aggiustare i loro obiettivi di *performance* nominale in risposta a cambiamenti di fondo nelle condizioni di mercato. Dato il livello storicamente basso dei rendimenti nominali sui titoli pubblici ad alto rating, negli ultimi anni gli investitori potrebbero essersi addossati un maggiore rischio di credito nell'intento di preservare i rendimenti nominali che avevano potuto conseguire quando i tassi di interesse erano più alti.

Differenziali di credito, rischio di evento e tassi ufficiali

Un'ulteriore
correzione di
prezzo potrebbe
essere innescata
dal rischio
di evento ...

Nella misura in cui gli investitori hanno sottovalutato il rischio, i mercati del credito potrebbero essere tuttora esposti a una correzione di prezzo più drastica di quella intervenuta tra marzo e maggio 2005. Uno dei fattori scatenanti potrebbe essere il cosiddetto "rischio di evento". Come dimostrano gli avvenimenti del marzo scorso, le difficoltà di un particolare settore – o persino di un singolo mutuatario – possono avere conseguenze a livello di mercato. Le massicce vendite di titoli obbligazionari innescate dall'annuncio sugli utili di General Motors hanno riportato alla mente il caso WorldCom del 2002, che rese gli investitori più circospetti nei confronti dei titoli a rischio di declassamento e li sensibilizzò sul pericolo di diffuse irregolarità nel governo societario. Ciò nonostante, agli inizi di maggio i mercati del credito hanno reagito in maniera ordinata al possibile declassamento di Ford e General Motors alla categoria *non-investment grade*, anche se le passività delle due case automobilistiche erano ben più ingenti di quelle di WorldCom.

... o da un
innalzamento dei
tassi ufficiali

Un altro fattore scatenante potrebbe essere un rialzo inatteso dei tassi ufficiali. Finora le manovre di questo tipo sono state ampiamente scontate, sicché gli investitori hanno potuto riposizionarsi senza che ciò provocasse turbative di rilievo al mercato nel suo complesso. Un inasprimento più deciso del previsto potrebbe però avere conseguenze meno innocue. Ad esempio, esso potrebbe comportare una sensibile perdita di valore delle garanzie collaterali, sospingendo gli investitori verso attività meno rischiose. La

liquidazione di posizioni con effetto di leva potrebbe accentuare la corsa alle vendite nei mercati in cui operano *hedge fund* e altri investitori fortemente indebitati, come ad esempio quello delle obbligazioni delle economie emergenti.

Le implicazioni di una drastica correzione di prezzo sono difficili da valutare, giacché dipendono anche dalla sottostante solidità dell'economia. In assenza di un significativo e inatteso deterioramento delle grandezze macroeconomiche, le condizioni di fondo potrebbero contribuire ad ancorare le aspettative, attenuando in tal modo l'impatto del rischio di evento. Anche l'effetto di un aumento dei tassi ufficiali sull'avversione al rischio e sulla qualità creditizia potrebbe essere smorzato da una robusta crescita economica. Evidentemente, ciò vale meno per i mutuatari dei paesi emergenti, che non trarrebbero dalla crescita dell'economia statunitense gli stessi vantaggi delle società americane. Vanno poi considerati i fattori di mercato che influiscono sulla dimensione e distribuzione del rischio nel sistema. Le incertezze a tale riguardo sono state acuite dagli importanti mutamenti strutturali che hanno interessato negli ultimi anni i mercati degli strumenti debitori.

Cambiamenti strutturali nei mercati del credito

Fra gli sviluppi finanziari più significativi degli ultimi anni vi è la comparsa di nuovi prodotti per il trasferimento del rischio di credito. Gli investitori hanno oggi a disposizione molti nuovi canali per esprimere le loro valutazioni. Inoltre, le istituzioni finanziarie – tradizionalmente i principali detentori di rischio creditizio – sono ora in grado di coprire e gestire in maniera più efficiente la loro esposizione. Ciò è stato reso possibile anche dalla crescita dei prodotti collegati ai CDS e dallo sviluppo delle CDO.

Fra i principali mutamenti figurano ...

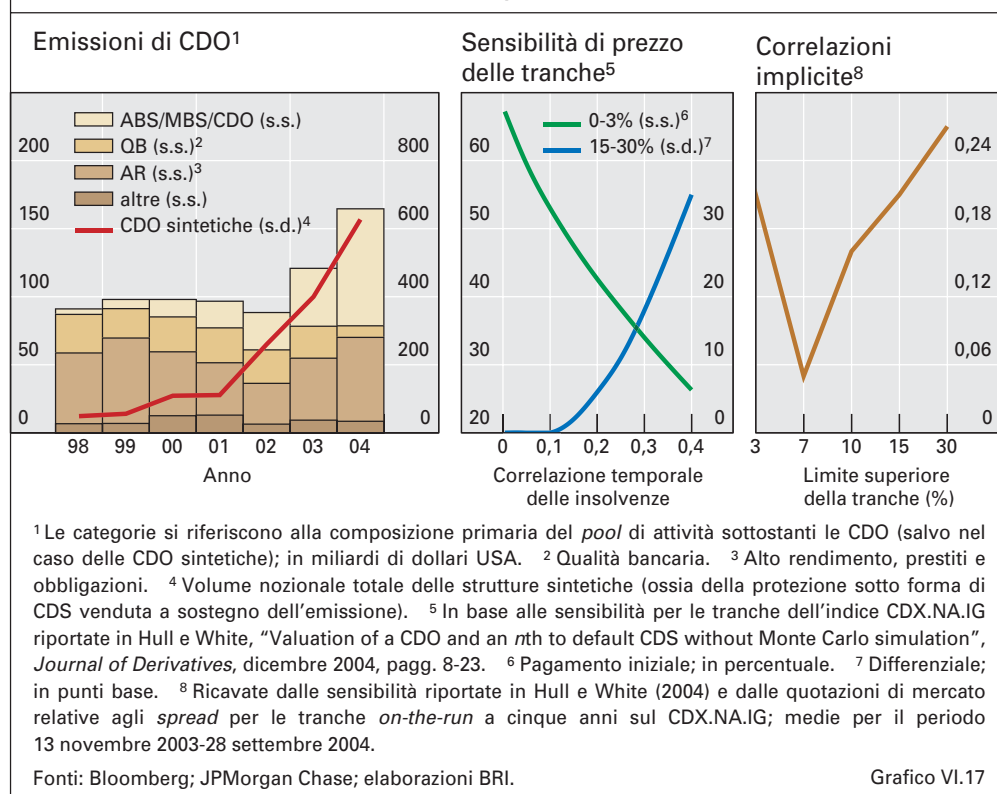
L'espansione esponenziale del segmento dei CDS rappresenta un fattore chiave della trasformazione nel mercato del credito, fornendo agli investitori uno strumento di facile accesso con cui assumere o coprire il rischio di insolvenza relativo a singoli debitori. L'ammontare nozionale dei contratti CDS in essere a livello mondiale aveva raggiunto a fine giugno 2004 quota \$4,5 trilioni, sestuplicandosi nel giro di tre anni. La più importante innovazione nel segmento dei CDS durante il periodo in esame è stata l'istituzione di indici *benchmark* per gli *spread* dei CDS su nominativi singoli. I contratti collegati a questi indici vengono ora negoziati su vasta scala, cosa che non accade ancora per i tradizionali indici delle obbligazioni societarie. Inoltre, i suddetti indici costituiscono la base di riferimento per gli strumenti derivati standardizzati, in particolare le *CDS index tranche* (un tipo di CDO sintetica) e le *credit default swaption* (opzioni su CDS).

... la comparsa di titoli standardizzati collegati ai CDS ...

Anche il più ampio mercato delle CDO si è sviluppato in nuove direzioni, consentendo agli investitori di personalizzare i propri portafogli in modi sempre più sofisticati. Sebbene sia difficile ottenere dati precisi, si stima che le emissioni di *cash CDO* e CDO sintetiche si siano aggirate lo scorso anno intorno ai \$165 e 673 miliardi rispettivamente (grafico VI.17). Buona parte dell'attività nel 2004 è stata indotta dalla ricerca di maggiori rendimenti, e si è concentrata su specifiche tranche di CDO – ossia strutture basate su un *pool*

... e nuovi tipi di CDO

CDO e correlazione delle inadempienze



di attività composto da titoli ad alto rendimento e altri prodotti finanziari strutturati – e strumenti con maggiore effetto di leva, quali le CDO di CDO (*CDO-squared*).

Benché le dimensioni di questi nuovi comparti siano ancora relativamente modeste, appare chiaro che le recenti innovazioni hanno trasformato in modo permanente la negoziazione e la gestione del rischio di credito.

Benefici economici delle innovazioni sui mercati del credito

Benefici delle recenti innovazioni:

Le innovazioni nei derivati su crediti e nei prodotti finanziari strutturati hanno apportato molti vantaggi al sistema finanziario: migliori opportunità per diversificare e assumere posizioni in specifici tipi di rischio di credito, specie le correlazioni di rischio creditizio; espansione della base di investitori nei vari comparti e connessa integrazione dei mercati; accresciuto spessore delle negoziazioni ("liquidità del mercato"). Tali vantaggi verranno esaminati singolarmente nei paragrafi successivi.

migliori opportunità di diversificazione ...

I mercati stanno divenendo più articolati, offrendo agli investitori maggiori opportunità di diversificazione. Gli operatori possono ora più facilmente assumere esposizioni lunghe o corte mediante *swap* su nominativi singoli o su indici nelle principali economie e persino in alcune regioni minori, scegliendo il settore o il grado di qualità creditizia desiderato. Gli strumenti ad alto grado di leva come le CDO consentono di assumere esposizioni verso i vari segmenti di una distribuzione delle perdite per insolvenza attraverso l'acquisto di tranche collegate a un *pool* di valori mobiliari. Inoltre, negli ultimi

due anni si è ampliata notevolmente la gamma di titoli sottostanti le CDO. Grazie alla comparsa dei prodotti finanziari strutturati, è oggi possibile scambiare attivamente le diverse componenti della struttura patrimoniale di un portafoglio.

In particolare, le tranche di CDO offrono l'opportunità di gestire più direttamente le correlazioni di rischio creditizio. Negoziando titoli altamente sensibili alle correlazioni, gli investitori possono più agevolmente modificare la loro esposizione ai rischi sistematici di insolvenza e di recupero. L'alto grado di liquidità delle *CDS index tranche*, derivante in parte dalla loro standardizzazione, implica che questi rischi sono ora trattati in modo più efficiente. Per illustrare il modo in cui gli investitori possono aumentare la loro esposizione alle correlazioni, il grafico VI.17 mostra come la curva della distribuzione delle perdite di portafoglio e il valore delle varie tranche varino in funzione della correlazione delle inadempienze. In generale, una maggiore correlazione tende a ridurre la rischiosità (ad aumentare il valore) della tranche di prima perdita (*equity tranche*), mentre tranche a più alto rating (*super-senior*) divengono più rischiose. In tal modo, gli investitori possono gestire il rischio di correlazione assumendo posizioni lunghe o corte in differenti tranche.

I mercati del credito stanno inoltre divenendo più integrati per quanto riguarda sia la base degli investitori sia il collegamento con altre categorie di attività. Una più vasta gamma di investitori sta implicitamente assumendo esposizioni in tutte le classi di rating attraverso prodotti strutturati. L'attività degli *hedge fund*, le cui strategie allocative soggiacciono a minori vincoli, è aumentata sostanzialmente. Inoltre, accanto a banche, compagnie di assicurazione e *hedge fund*, altri gestori di patrimoni ricercano in misura crescente mandati per investire in CDO e prodotti collegati ai CDS. Gli investitori hanno anche cominciato a impiegare strategie più complesse che abbracciano prodotti di tasso di interesse, strumenti debitori e azioni, e molte sedi di contrattazione sono state riorganizzate proprio per rispecchiare questa maggiore integrazione.

... maggiore integrazione dei mercati ...

Terzo, i nuovi strumenti hanno accresciuto la liquidità dei mercati del credito, evidenziata anche dalla comparsa di autentici mercati bidirezionali. I volumi sono aumentati notevolmente, e i differenziali denaro/lettera su indici CDS e *CDS index tranche* sono scesi a livelli bassissimi, situandosi ora al di sotto di 1 punto base sull'indice ampio dei titoli europei di qualità bancaria e intorno ai 4 e 2 punti base rispettivamente per le tranche *junior mezzanine* (3-6%) e *super-senior* (12-22%) (grafico VI.15, diagramma di destra). Per contro, il mercato delle obbligazioni societarie resta relativamente illiquido; negli ultimi anni l'offerta è stata particolarmente scarsa a causa della riduzione del grado di leva attuata dalle imprese.

... e accresciuta liquidità ...

Considerati nel loro insieme, questi effetti benefici sul mercato del credito dovrebbero condurre nel lungo periodo a un calo generalizzato del rischio finanziario, e in particolare a *spread* creditizi mediamente più bassi. Una migliore diversificazione dei portafogli dovrebbe ridurre i premi di rischio su nominativi singoli, mentre la crescita in spessore e ampiezza dei mercati dovrebbe abbassare i premi di liquidità. A dire il vero, non è ancora chiaro in quale misura questi effetti abbiano concorso ai bassi livelli toccati di recente dagli *spread* creditizi. Nondimeno, vi sono alcune indicazioni secondo cui la

... ridurranno il rischio nel lungo periodo

structured credit bid, connessa con la forte domanda di collaterale da parte degli emittenti di CDO, avrebbe effettivamente abbassato gli *spread*.

Nonostante le numerose innovazioni introdotte di recente, permane un ampio margine per l'ulteriore sviluppo dei mercati. Ad esempio, manca ancora un mercato dei *futures* sul rischio di credito, e le contrattazioni di *credit default swaption* sono ancora relativamente scarse. L'introduzione nel marzo 2005 del *fixing* per gli *swap* su indici CDS dovrebbe contribuire a promuovere la crescita di questi e altri mercati di prodotti derivati basati sui CDS.

Principali ambiti di incertezza

Nonostante i progressi, restano alcune incertezze ...

Ai molteplici benefici derivanti dalle recenti innovazioni si accompagnano tuttavia alcuni rischi potenziali, visto in particolare il precoce stadio di sviluppo dei mercati. Spiccano in particolare due aspetti potenzialmente problematici: il grado di complessità dei prodotti e il funzionamento dei mercati in situazioni di stress.

... poiché i prodotti strutturati sono molto complessi e possono celare rischi ...

Innanzitutto, gli strumenti creditizi strutturati sono assai complessi, e i rischi che essi comportano potrebbero non essere pienamente compresi da tutti gli operatori. Le clausole contrattuali delle CDO sono spesso di difficile valutazione e la complessità delle operazioni pone molti problemi di modellizzazione. Nonostante gli sforzi volti a elaborare più realistici modelli di *pricing* e sistemi di gestione del rischio, molti operatori stanno ancora affinando le loro capacità analitiche. Alla luce di ciò, le agenzie di rating hanno svolto un ruolo centrale nello sviluppo del mercato. Tuttavia, l'esperienza maturata con i rating sulle CDO è ancora relativamente scarsa, e le regole empiriche impiegate dagli investitori per i rating delle obbligazioni societarie potrebbero essere fuorvianti allorché applicate a prodotti strutturati con alto grado di leva. A un livello ancor più fondamentale, sono necessari ulteriori progressi per comprendere le caratteristiche della distribuzione delle perdite di portafoglio, il profilo di rischio delle tranche di CDO e la loro sensibilità alle correlazioni di rischio creditizio. Ad esempio, lo *smile* della curva di correlazione dei prezzi delle *CDS index tranche* (grafico VI.17) fa ritenere che i modelli standard per il rischio di portafoglio potrebbero essere inadeguati. Questi modelli presuppongono che i nessi fra tutti i nominativi presenti nell'indice vengano colti da un singolo parametro di correlazione, ma di fatto gli *spread* sulle diverse tranche segnalano l'esistenza di differenti valori della correlazione.

... e la robustezza di questi nuovi mercati non è stata ancora pienamente messa alla prova

Secondo, resta da vedere come i mercati di CDS e CDO reagirebbero di fronte a una sequela di inadempienze o a una brusca inversione nel ciclo del credito. Le condizioni che hanno contribuito allo sviluppo di tali comparti potrebbero non permanere in futuro. Una fonte di timore è l'impatto delle posizioni con alto grado di leva sui bilanci delle istituzioni finanziarie, qualora i mercati dovessero subire una svolta. Un'altra è la natura del ruolo sistemico svolto da istituzioni ad alto grado di leva, quali gli *hedge fund*, sulla liquidità del mercato; è pensabile che la natura bidirezionale dei mercati possa assottigliarsi qualora i venditori di protezione dovessero ritirarsi proprio nel momento in cui risulti maggiore la necessità di coprirsi contro il rischio di insolvenza. A questo proposito va rilevato che, nonostante alcuni segnali di

turbolenza, i mercati di CDS e *CDS index tranche* paiono aver reagito in maniera perlopiù composta alle recenti vicende di General Motors e Ford. È pur vero, tuttavia, che gli operatori avevano da tempo scontato i declassamenti delle due società. Pertanto, gli eventi della primavera 2005 possono non essere indicativi del funzionamento di tali mercati in situazioni di stress.

VII. Il settore finanziario

Aspetti salienti

Lo scorso anno, in un contesto economico generale favorevole, le società finanziarie nei paesi industriali hanno ancora una volta migliorato la propria *performance* complessiva. I bilanci dei settori bancario e assicurativo si sono rafforzati grazie ai perduranti profitti, al basso costo della provvista e alle minori perdite su crediti. Taluni miglioramenti strutturali hanno inoltre contribuito a rasserenare il panorama anche laddove vi erano state difficoltà.

Sebbene in generale il settore finanziario avesse dato prova di buona tenuta di fronte al rallentamento seguito allo scoppio della bolla tecnologica, il retaggio lasciato dagli ultimi anni novanta ha continuato a influire sulle condizioni e sul comportamento degli intermediari. Da un lato, in presenza di aspettative in parte condizionate dal ricordo di straordinari saggi di redditività, la ricerca di rendimento da parte degli investitori ha stimolato politiche di prezzo aggressive. Dall'altro, un controllo più stringente delle autorità sulle prassi operative ha fatto sì che varie società fossero chiamate a rispondere delle conseguenze di loro azioni passate, spesso risalenti agli anni del boom.

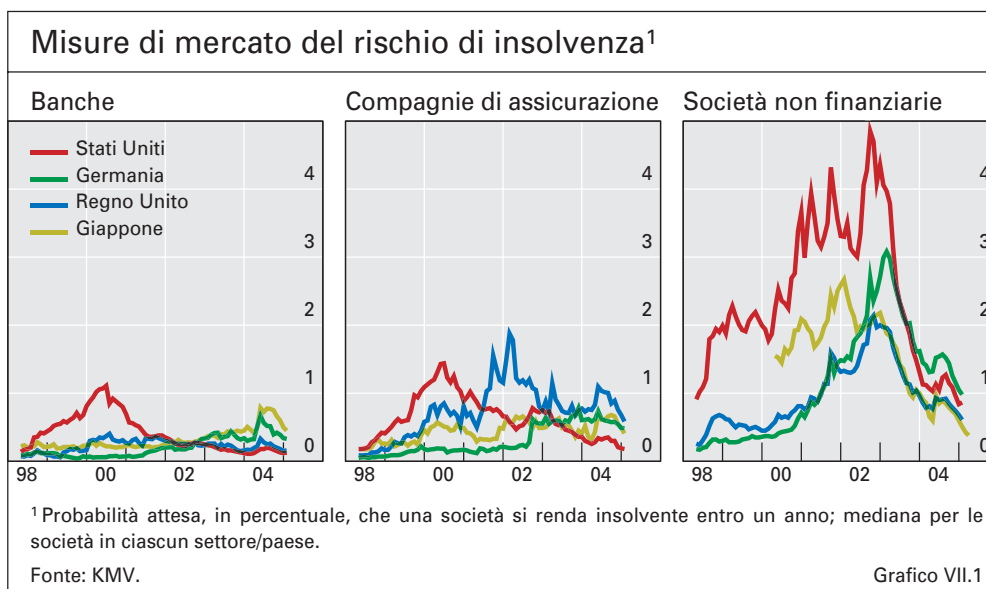
In prospettiva, le principali sfide che si profilano per il settore sono di natura macroeconomica. Le solide posizioni patrimoniali fanno ritenere che i sistemi finanziari siano ben equipaggiati contro i pericoli immediati. Si possono tuttavia intravedere fattori di rischio di più lungo periodo sotto forma di aumenti dei tassi di interesse, che metterebbero a repentaglio strategie lucrative fondate su bassi costi di finanziamento e una vigorosa crescita dei consumi. Anche la maggiore esposizione al mercato immobiliare potrebbe diventare in futuro una potenziale fonte di problemi, specie se a una correzione dei prezzi dovesse accompagnarsi un generale rallentamento della spesa per consumi delle famiglie.

Queste tendenze economiche generali evidenziano l'importanza di un approccio macroprudenziale alla stabilità finanziaria. Si può dire che, stante la migliorata capacità delle istituzioni di gestire il rischio a livello micro e il consolidarsi delle aspettative di un'inflazione bassa e stabile, i pericoli maggiori per il settore potrebbero provenire da eccessi finanziari dovuti a una generalizzata condiscendenza nei confronti del rischio, corroborata da favorevoli prospettive a breve termine. L'individuazione di tali pericoli e la calibrazione delle relative risposte prudenziali sono al centro delle iniziative attuate dalle autorità preposte alla stabilità finanziaria.

Performance del settore finanziario

La *performance* del settore finanziario ha rappresentato un'oasi di sereno nel paesaggio economico degli ultimi anni. In molti paesi i risultati positivi

Perdurante forza
del settore



conseguiti dalle imprese finanziarie, e in particolare dalle banche, hanno fornito un inatteso elemento di contrasto con la generale flessione economica, l'aumento delle insolvenze societarie e il declino dei corsi azionari agli inizi di questo decennio (grafico VII.1). Meno sorprendenti appaiono i livelli di redditività attuali, alla luce della migliorata situazione macroeconomica e dell'abbondante liquidità. Un settore finanziario resiliente resta un punto di forza essenziale nella presente congiuntura.

Commercial banking

Nel periodo sotto rassegna è proseguita la recente tendenza positiva della *performance* delle banche commerciali nell'America del Nord e in Europa. È migliorata la redditività, seppure a un ritmo più moderato (tabella VII.1). I prezzi delle azioni bancarie, che negli ultimi anni avevano sopravanzato gli indici di borsa generali, hanno mantenuto i propri guadagni anche quando il mercato si è ripreso (grafico VII.2).

Il livello dei proventi è variato a seconda delle linee di prodotto. I finanziamenti alle famiglie hanno continuato a rappresentare una fonte stabile di interessi e commissioni. Per contro, il credito alle imprese è rimasto stagnante, a causa degli ulteriori sforzi compiuti dalle aziende per riequilibrare i bilanci e assorbire l'eccesso di investimenti risalente all'epoca della bolla tecnologica.

Un importante fattore di redditività è stata ancora una volta la riduzione dei costi. Il clima creditizio più favorevole si è tradotto in un calo degli accantonamenti, e in molti paesi le svalutazioni di crediti sono scese ai livelli più bassi osservati in epoca recente. La razionalizzazione delle strutture di costo, la maggiore flessibilità strategica e l'innovazione tecnologica hanno continuato a generare guadagni di efficienza. Molte banche hanno annunciato piani per ridurre ulteriormente l'organico mediante l'esternalizzazione e la fusione di linee operative.

Lo scorso anno si è intensificata l'attività di consolidamento, sotto l'impulso degli obiettivi strategici di migliorare le efficienze di costo e rafforzare il posizionamento nell'area al dettaglio. La maggior parte delle

Migliorano i profitti delle banche USA ed europee ...

... grazie ai crediti alle famiglie ...

... ai più bassi costi ...

... e al consolidamento

Redditività delle maggiori banche¹

in percentuale dell'attivo di bilancio medio

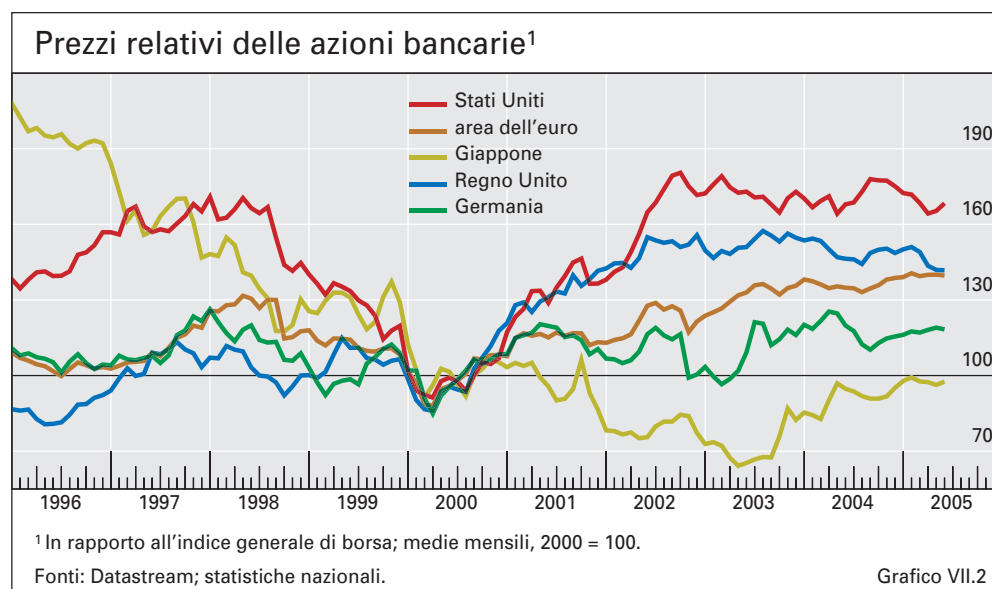
	Utili al lordo di imposta			Rettifiche di valore e accantonamenti			Margine netto di interesse			Costi operativi		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Stati Uniti ² (12)	1,89	2,10	1,99	0,84	0,47	0,36	3,45	3,21	3,12	3,28	3,16	3,48
Canada (5)	0,61	1,00	1,19	0,58	0,23	0,06	2,07	1,99	1,92	2,75	2,78	2,77
Giappone (11)	-0,55	-0,47	0,29	1,14	0,75	0,56	1,13	1,21	1,11	1,20	1,35	1,12
Australia (4)	1,49	1,49	1,46	0,26	0,21	0,17	2,16	2,13	2,05	2,04	2,30	2,55
Regno Unito ³ (9)	1,06	1,22	1,15	0,37	0,33	0,23	2,15	1,96	1,56	2,26	2,04	2,07
Svizzera ⁴ (5)	0,12	0,59	0,68	0,15	0,03	-0,01	1,02	0,97	0,82	2,55	1,96	1,65
Svezia (4)	0,69	0,77	0,98	0,09	0,10	0,03	1,48	1,44	1,35	1,44	1,37	1,24
Austria (2)	0,46	0,53	0,69	0,39	0,36	0,31	1,80	1,71	1,80	1,92	1,85	1,84
Germania ⁵ (9)	-0,01	-0,12	0,09	0,48	0,30	0,15	0,80	0,81	0,71	1,37	1,26	1,35
Francia ⁶ (7)	0,45	0,59	0,67	0,15	0,17	0,08	0,62	0,80	0,72	1,49	1,50	1,41
Italia (6)	0,67	1,03	1,03	0,91	0,68	0,49	3,07	2,82	2,24	3,33	3,22	2,73
Paesi Bassi (3)	0,46	0,65	0,72	0,26	0,20	0,10	1,62	1,62	1,53	1,98	1,85	1,82
Spagna (5)	1,01	1,29	1,17	0,50	0,44	0,35	2,73	2,45	2,17	2,36	2,13	1,79

¹ Le cifre fra parentesi indicano il numero di banche considerate. ² Per il 2004, solo 11 banche. ³ Per il 2004, solo sette banche. ⁴ Per il 2004, solo tre banche. ⁵ Per il 2004, solo sei banche. ⁶ Per il 2004, solo tre banche.

Fonte: Fitch Ratings.

Tabella VII.1

operazioni ha riguardato istituzioni medio-piccole alla ricerca di una crescita dimensionale che consentisse loro un più efficiente impiego della tecnologia e un taglio dei costi grazie all'eliminazione di ridondanze. Fra gli osservatori finanziari si è fatto strada un certo scetticismo sulla funzionalità del modello conglomerato, che aveva cercato di creare sinergie intersettoriali e nuove opportunità di vendita incrociata dei prodotti. Per i dirigenti dei conglomerati costituiti verso la fine degli anni novanta il compito di amalgamare le diverse culture aziendali e di controllare un'istituzione multiforme si è spesso rivelato più difficile del previsto. Fra le banche europee è cresciuto l'interesse per le



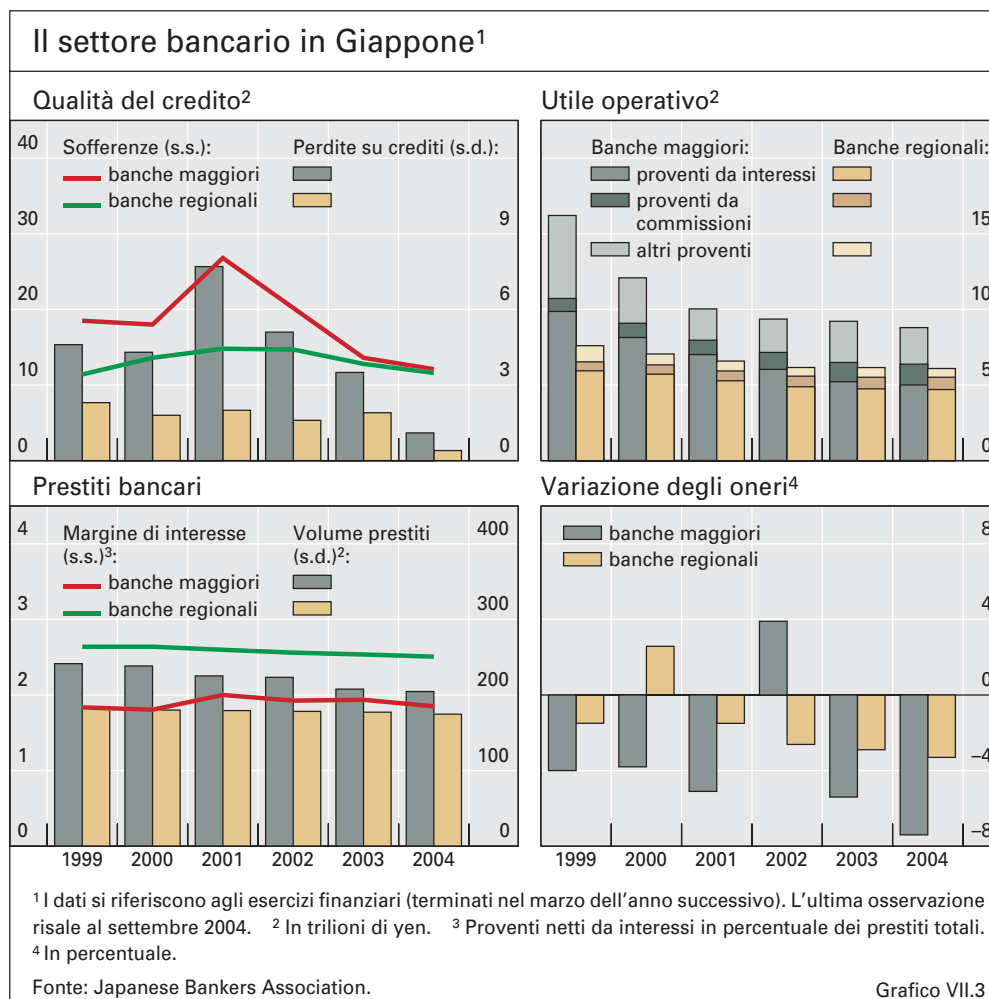
operazioni di fusione transfrontaliere. Queste sono state realizzate soprattutto alla periferia dell'area dell'euro e hanno avuto come protagoniste istituzioni dei paesi nordici, del Regno Unito e dell'Irlanda. Più di recente, sono state annunciate varie operazioni da parte di banche situate nell'area che fanno presagire una nuova ondata di consolidamenti all'interno dell'area stessa.

Lo scorso anno il settore bancario giapponese ha compiuto incoraggianti progressi. Per la prima volta dal 1993 le banche nipponiche hanno potuto dichiarare risultati economici positivi. Gli sforzi volti a eliminare dai bilanci le sofferenze mediante cancellazioni e cessioni sono stati favoriti dalle migliorate condizioni delle società e dalla conseguente riclassificazione di crediti dubbi. Nel marzo 2005 la quota delle sofferenze sulle attività complessive delle maggiori banche risultava scesa al 2,9%, cioè al disotto dell'obiettivo ufficiale del 4,2%. Unitamente ai più favorevoli risultati operativi, ciò ha consentito a queste banche di rafforzare la propria base patrimoniale con il rimborso di fondi pubblici e lo storno di crediti di imposta differiti, i quali sono scesi a meno del 30% del patrimonio di base (*Tier 1*), rispetto al 55% del 2003.

Nonostante questi sviluppi incoraggianti, il settore bancario giapponese si trova ancora confrontato a varie sfide importanti. I progressi nella ristrutturazione sono stati finora eterogenei poiché, rispetto alle maggiori istituzioni, le banche regionali sono in ritardo nel ridurre l'onere delle sofferenze e nel

In Giappone diminuiscono i rischi sistemici ...

... ma i profitti restano bassi ...



rafforzare i coefficienti patrimoniali (grafico VII.3). Sebbene questo fatto possa in parte essere spiegato dai minori incentivi, dati i proventi relativamente stabili e i margini più ampi di cui godono tali banche, esso ha nondimeno richiamato l'attenzione delle autorità. Più in generale, la sfida maggiore per l'intero sistema bancario rimane connessa con la redditività di lungo periodo, che appare bassa al confronto internazionale. Persino gli istituti maggiori, finora i più risoluti nella compressione dei costi, hanno realizzato scarsi progressi nel migliorare gli utili. A partire dalla principale ondata di consolidamenti nel 2000, le banche giapponesi sono riuscite a ridurre il numero delle filiali di circa il 10% e il personale di oltre il 20%. I crediti bancari hanno però continuato a calare per la scarsa domanda delle società. Per giunta, l'accresciuta concorrenza fra le istituzioni finanziarie ha ristretto ulteriormente i margini di interesse.

... inducendo una
modifica delle
strategie

Per controbilanciare la perdurante debolezza nelle aree operative tradizionali, le principali banche giapponesi hanno iniziato a ricercare nuove opportunità di guadagno ampliando le operazioni su commissioni, l'attività al dettaglio e i finanziamenti alle piccole imprese. Le recenti acquisizioni di aziende leader nei comparti del credito al consumo e dell'intermediazione mobiliare sono probabilmente sintomatiche di una tendenza alla creazione di superconglomerati finanziari. Analogamente, i piani indipendentemente predisposti da due fra le più grandi banche per la fusione con una terza erano motivati principalmente dalla vasta base di clientela al dettaglio di quest'ultima. Resta tuttavia da vedere se da questa tendenza scaturiranno le sperate sinergie e un miglioramento dei risultati operativi.

Riduzione del sostegno pubblico

Diversi sviluppi recenti confermano la tendenza generale verso una minore influenza del settore pubblico sul governo societario delle istituzioni finanziarie. Vari provvedimenti normativi adottati in Giappone, Germania e Stati Uniti miravano a ridurre l'entità del sostegno statale, che aveva fino ad allora contribuito a far lievitare i bilanci delle aziende patrocinate e a inibire la concorrenza.

Privatizzazione di
Japan Post

Nel settembre 2004 il governo giapponese ha approvato un programma per la progressiva privatizzazione di Japan Post, l'istituto bancario e assicurativo del sistema postale, sull'arco di dieci anni a partire dal 2007. Japan Post è la più grande istituzione finanziaria del mondo, con un attivo di bilancio pari a ¥400 trilioni, e vanta una quota dominante nella raccolta dei depositi al dettaglio, grazie anche al suo *status* di azienda pubblica. Generose agevolazioni, sotto forma di esenzioni dall'imposta societaria e dai premi per l'assicurazione dei depositi, le hanno conferito un vantaggio competitivo sui mercati creditizi, contribuendo a comprimere i margini di intermediazione nel paese. Japan Post svolge un ruolo importante nel finanziamento del Tesoro, detenendo oltre ¥160 trilioni di depositi presso il fondo per gli investimenti del Ministero delle Finanze e circa un quarto del volume totale dei titoli di Stato giapponesi in essere (oltre il doppio delle corrispondenti disponibilità dell'intero settore bancario privato). La privatizzazione rappresenta un passo importante verso il potenziamento della concorrenza nel sistema finanziario

nipponico, ma permangono alcune incertezze sul modo in cui la transizione verso il nuovo assetto proprietario si ripercuoterà sulla struttura di bilancio.

Le passività emesse dalle banche regionali tedesche (*Landesbanken*) dopo il luglio 2005 non beneficeranno più della garanzia di credito del governo. Di conseguenza, tali banche svolgeranno le funzioni di prestatrici all'ingrosso e di sedi centrali di *clearing* per le casse di risparmio sulla base di costi di finanziamento che meglio rispecchiano la loro solidità finanziaria intrinseca. In vista dell'entrata in vigore di questo provvedimento, alcune istituzioni minori si sono fuse, mentre altre si sono adoperate per rafforzare i propri bilanci. La revoca della garanzia non modifica di per sé la struttura proprietaria di queste istituzioni. Infatti, in molti casi il rafforzamento del bilancio avverrà sotto forma di iniezioni di capitale da parte degli azionisti pubblici, e i mercati continueranno verosimilmente a scontare nel prezzo un sostegno implicito dello Stato. Tuttavia, essa mette in questione la percorribilità del loro modello operativo basato su bassi costi di finanziamento, visto che i rating delle obbligazioni non garantite sono inferiori a quelli dei titoli ancora coperti dalla garanzia pubblica.

Revoca delle garanzie statali per le *Landesbanken* tedesche

Negli Stati Uniti lo scorso anno le agenzie di credito federali sono state oggetto di più severo scrutinio da parte degli organi di regolamentazione. In seguito a un'inchiesta sulle sue pratiche contabili Fannie Mae ha dovuto rettificare gli utili pubblicati e ridimensionare la crescita del bilancio. Inoltre, è ripreso il dibattito sulle modifiche da apportare al quadro operativo generale delle agenzie al fine di accrescere il livello della sorveglianza pubblica. Le proposte contemplano la creazione di un nuovo organo regolamentare investito del potere di liquidare un'agenzia, innalzare i requisiti patrimoniali e approvare nuovi prodotti. Il nuovo schema prevede inoltre che le agenzie si concentrino maggiormente sul loro ruolo statutario di fornire liquidità al mercato dei titoli garantiti da ipoteca, evitando di creare con la loro attività distorsioni sul mercato primario. L'eventuale imposizione di un massimale sul portafoglio ipotecario delle agenzie potrebbe incoraggiare l'ingresso nel mercato di altri operatori.

Maggiori controlli sulle agenzie federali USA

Compagnie di assicurazione

Nel periodo sotto rassegna gli andamenti nel settore assicurativo sono stati più eterogenei. In generale, sebbene il ramo vita abbia avuto un anno più facile, anche gli altri comparti hanno dato prova di maggiore capacità nel gestire i rischi.

La solidità finanziaria delle assicurazioni vita è migliorata. Dal lato della gestione tecnica, è cresciuto sensibilmente il flusso delle sottoscrizioni. La redditività ha tratto vantaggio anche dai migliori risultati degli investimenti grazie al recupero dei corsi azionari, dalle riduzioni dei costi conseguite e dai minori rendimenti garantiti sulle nuove polizze. Nondimeno, dato il contesto di bassi tassi di interesse non sono del tutto scomparse le pressioni sulla solvibilità. Un problema a più lungo termine che si pone agli assicuratori del ramo è l'allungamento della speranza di vita. Le compagnie hanno cercato di coprirsi in modo efficace contro tale rischio acquistando titoli come le obbligazioni a lungo termine e i cosiddetti *longevity bond* (che pagano

Migliora la situazione del ramo vita

annualmente una somma commisurata al numero di superstiti di una certa classe di età).

L'accresciuta concorrenza nel settore ha stimolato le operazioni di consolidamento. In particolare, durante il 2004 negli Stati Uniti si sono avute numerose acquisizioni nei comparti vita e malattia. In Canada, per effetto del consolidamento nelle assicurazioni del ramo vita nell'ultimo decennio la quota di mercato delle tre maggiori compagnie è salita a oltre il 70%.

Nel 2004 i comparti diversi da quello vita hanno dovuto far fronte a un volume record di sinistri collegati a varie catastrofi naturali. In particolare, quattro uragani abbattutisi nell'area caraibica hanno originato la maggior parte delle richieste di indennizzo presentate alle assicurazioni USA per danni e infortuni. Tuttavia, il settore è riuscito a conseguire un risultato di gestione leggermente migliore rispetto al 2003, in quanto la partecipazione di due fondi pubblici ai costi sostenuti in Florida ha permesso di ridurre gli esborsi. Una parziale compensazione dal lato dei ricavi è inoltre provenuta dall'innalzamento dei premi nei passati esercizi. Analogamente, nel 2004 il settore delle riassicurazioni ha in generale fatto segnare un leggero deterioramento del risultato della gestione tecnica nell'area delle polizze casa e infortuni. Tuttavia, grazie ai maggiori redditi da investimenti e ai migliori risultati nel ramo vita i profitti hanno mostrato nel complesso un leggero miglioramento.

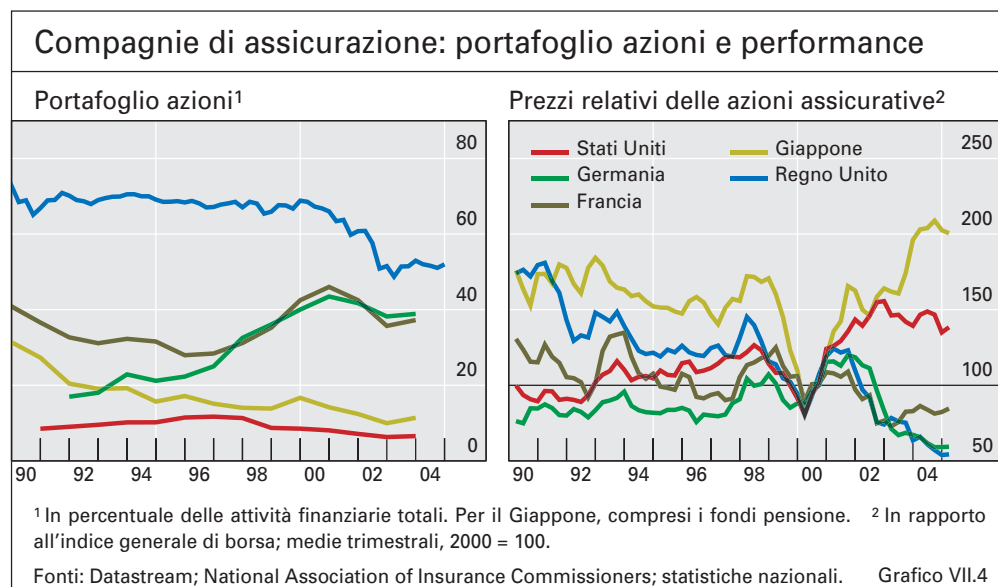
Recenti indagini sull'attività di brokeraggio assicurativo hanno messo in discussione numerose pratiche consolidate. In seguito a ciò, un certo numero di intermediari ha subito perdite, mentre altri hanno avviato una revisione delle modalità operative. Anche i controlli sulle pratiche contabili delle compagnie di assicurazione hanno fatto emergere la possibilità di un indebito utilizzo di contratti di riassicurazione con limitato trasferimento di rischio per manovrare gli utili di bilancio. Il danno potenziale recato da tali indagini alla posizione di mercato delle imprese assicurative dovrebbe comunque essere limitato, come evidenziano i prezzi delle loro azioni (grafico VII.4).

Gli effetti delle previste modifiche al quadro contabile e regolamentare potrebbero porre alcuni problemi al settore assicurativo. Nella prima fase

Resilienza degli altri comparti

Sfide poste dal controllo di vigilanza ...

... dalle nuove regole contabili ...



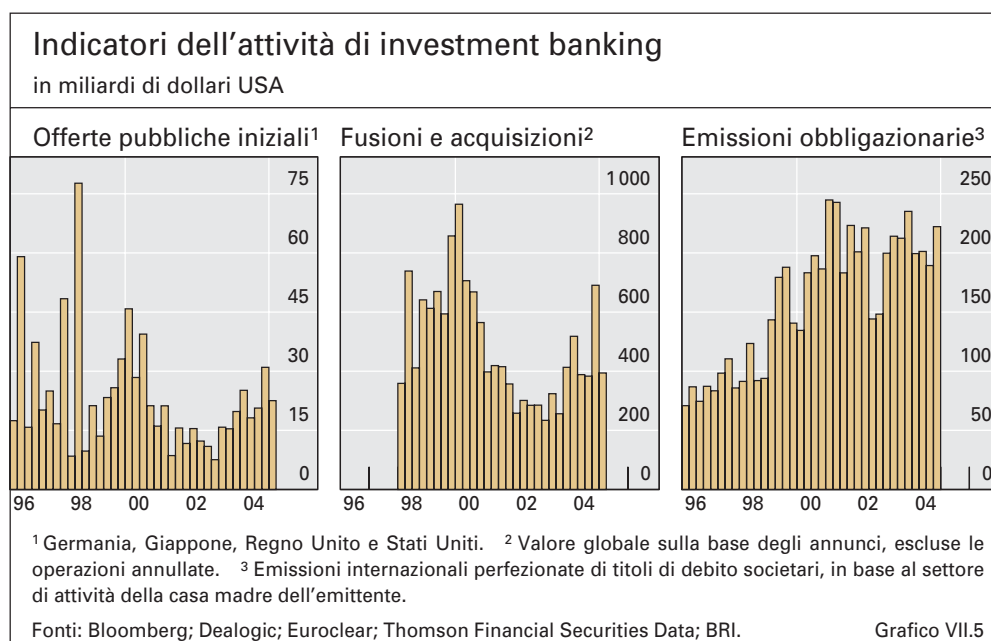
dell'applicazione dei principi emanati dall'International Accounting Standards Board (IASB) le attività delle compagnie saranno contabilizzate al valore equo (*fair value*), mentre le passività continueranno a essere iscritte ai valori storici. Questa dissimmetria potrebbe in taluni casi accrescere la volatilità dei risultati di bilancio. Nella seconda fase la contabilità al valore equo sarà estesa al lato delle passività. Per le assicurazioni del ramo vita, ciò implica che il riconoscimento delle opzioni e delle garanzie incorporate in polizze di lunga durata possa parimenti influenzare in misura significativa il valore delle passività. Il progetto Solvibilità II per le imprese assicurative operanti nella UE si basa su requisiti di capitale commisurati al rischio. Il nuovo schema dovrebbe indurre le assicurazioni europee a dotarsi di maggiori mezzi patrimoniali, concentrarsi sulle operazioni più efficienti in termini di capitale e ricorrere maggiormente alla riassicurazione. In sede attuativa sarà necessario stabilire un chiaro raccordo fra la contabilità finanziaria, basata sui principi IASB, e il trattamento contabile previsto dallo schema Solvibilità II, così come per la regolamentazione bancaria.

... e dai nuovi requisiti patrimoniali

Investment banking

Durante il periodo sotto rassegna le maggiori banche di investimento hanno nuovamente realizzato profitti record. I proventi da negoziazione hanno contribuito in modo determinante alla crescita degli utili nella prima parte del periodo. Nei mesi seguenti, tuttavia, la ridotta attività di mercato e la più bassa volatilità si sono tradotte in un minor afflusso di ricavi di questo tipo, in particolare dal mercato del reddito fisso. Nei trimestri più recenti la ripresa segnata in altre aree di attività, quali la sottoscrizione di emissioni e la consulenza in operazioni di fusione, ha controbilanciato positivamente gli effetti sul conto economico. L'incremento dell'attività collegata a fusioni e acquisizioni, particolarmente pronunciato negli Stati Uniti, dovrebbe continuare in quanto le società cercano sbocchi per le loro accresciute disponibilità liquide (grafico VII.5).

Profitti record



Concorrenza

Un mercato sempre più globale favorisce gli operatori con una forte presenza internazionale in grado di offrire alle grandi società una vasta gamma di servizi all'ingrosso, che vanno dal finanziamento diretto alla consulenza sulla struttura finanziaria. Le banche di investimento minori hanno reagito intensificando gli sforzi per consolidare la propria presenza in aree specifiche, come i servizi di intermediazione sui mercati finanziari. Ne sono un esempio i servizi di *primary broking* nel settore in forte espansione dei fondi speculativi (si veda oltre). Osservatori di mercato stimano che tali fondi, in conseguenza del loro stile di investimento attivo, abbiano contribuito per oltre un ottavo ai proventi realizzati nei mercati dei capitali dalle maggiori istituzioni che forniscono tali servizi.

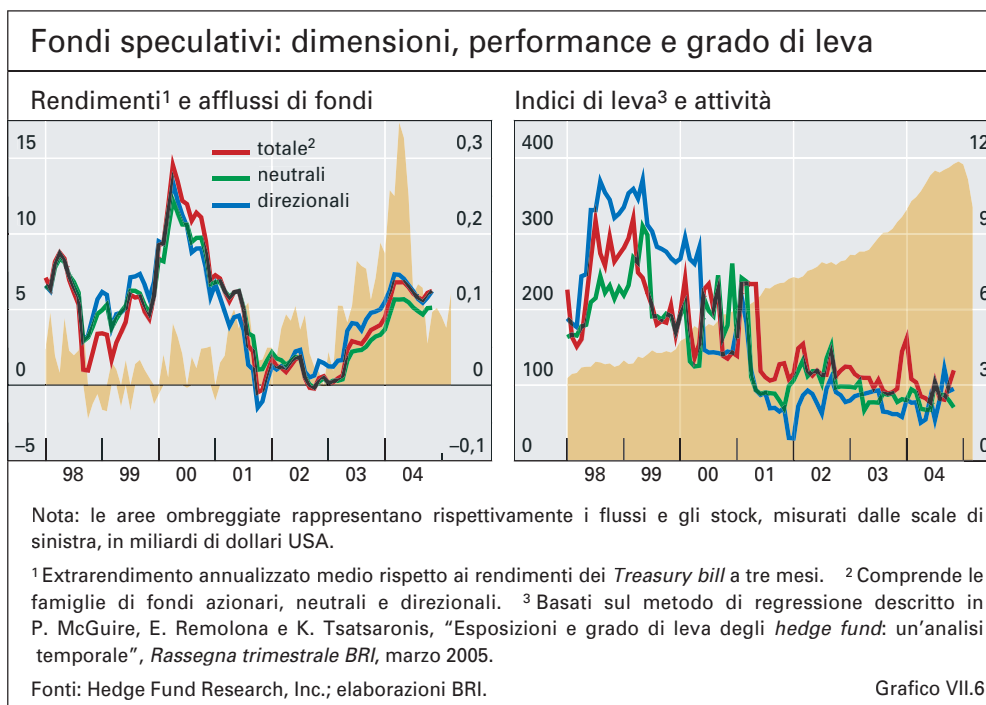
Hedge fund

Forti afflussi ai
fondi speculativi ...

I fondi speculativi si trovavano in buona posizione per trarre vantaggio dal contesto di abbondante liquidità e bassi rendimenti emerso in vari mercati delle attività finanziarie tradizionali in seguito al calo dei listini azionari nel 2000. Proponendo agili strategie di investimento potenzialmente in grado di generare rendimenti positivi anche in condizioni di ribasso del mercato, il settore ha saputo attrarre un volume record di fondi. Titolari di grandi patrimoni, fondi pensione e fondazioni hanno accresciuto i collocamenti nei cosiddetti "veicoli di investimento alternativi", nel tentativo di contrastare la perdita di valore dei propri portafogli e di aumentarne la diversificazione. La proliferazione degli *hedge fund* che ne è risultata è proseguita durante gran parte del periodo sotto rassegna. Tale espansione ha sottratto alle società finanziarie più consolidate e ai tradizionali gestori di patrimoni risorse altamente qualificate, allettate dalla promessa di maggiore indipendenza e di lauti compensi per la loro destrezza sui mercati. Alcune banche di investimento tradizionali hanno visto nei fondi speculativi un'opportunità per mantenere una relazione stretta con *trader* di talento, beneficiando al tempo stesso di più elevati rendimenti e ampliando la gamma di prodotti per la gestione di patrimoni.

... ma rendimenti
più bassi

Pur avendo ottenuto risultati superiori agli indici di mercato negli anni appena successivi alla caduta dei corsi azionari, i fondi speculativi non sono sistematicamente riusciti a fare altrettanto in tempi più recenti (grafico VII.6). Inoltre, la notevole somiglianza delle *performance* realizzate da fondi che affermano di seguire differenti strategie di investimento significa che, in pratica, i benefici della diversificazione per gli investitori potrebbero essere assai meno importanti di quanto vantato dai gestori. La più debole *performance* è in parte la causa del deciso calo dei nuovi fondi affluiti al settore nei mesi più recenti. Un effetto collaterale della crescita dei portafogli amministrati è stato il venir meno di opportunità sfruttabili di investimento nelle più tradizionali aree di attività degli *hedge fund*, come i mercati azionario e dei titoli di Stato. Ciò ha indotto i gestori ad avventurarsi in nuovi comparti, meno affollati, come quelli delle obbligazioni societarie, dei derivati su crediti e della finanza strutturata, contribuendo in generale ad accrescerne la liquidità. Il miglioramento delle tecniche di gestione del rischio di controparte si è tradotto in un più stretto controllo delle esposizioni dei *prime broker* e in una riduzione della



leva finanziaria rispetto ai livelli presenti all'epoca del collasso di LTCM nel 1998. Tuttavia, data la rapida espansione delle attività in gestione e la crescente concorrenza nell'area del *prime broking*, è presumibilmente aumentata l'esposizione complessiva delle banche verso i fondi speculativi, mentre si è fatto meno trasparente il flusso di informazioni.

Potenziati fattori di vulnerabilità

L'attuale solidità delle istituzioni finanziarie fa ben sperare nella loro capacità di continuare a sorreggere la macroeconomia. I pericoli immediati cui è esposto il settore finanziario globale appaiono contenuti, poiché gli intermediari dispongono di sufficienti risorse di capitale per far fronte a gran parte dei rischi che potrebbero materializzarsi nel breve periodo. Per giunta, gli sforzi di ristrutturazione in atto in diversi paesi dovrebbero rafforzare ulteriormente i sistemi nazionali a medio termine.

Più difficili da valutare sono le vulnerabilità a lungo termine. Sul piano ciclico vi è il rischio che il riequilibrio dell'economia mondiale possa comportare aggiustamenti protratti dei tassi di interesse e dei prezzi delle attività. I maggiori rischi di mercato e di credito, associati a una più debole crescita economica, potrebbero alterare l'attuale situazione favorevole delle istituzioni finanziarie. Altri problemi potrebbero derivare da pressioni strutturali sui profitti bancari. È inoltre possibile che le conseguenze a più lungo termine del trasferimento di rischio alle famiglie diventino maggiormente palesi nell'evenienza di un rallentamento dell'espansione economica.

Pressioni sui profitti bancari

Il settore bancario ha tratto beneficio dalle ristrutturazioni e dall'espansione in nuove aree operative, ma permane la pressione sui profitti esercitata dal

Il settore finanziario è ben premunito contro i rischi a breve termine ...

... ma lo è anche contro quelli di più lungo periodo?

Maggiore affidamento sulle commissioni ...

contesto più competitivo. La crescita relativa dei proventi da commissioni a scapito dei più tradizionali margini di interesse è una tendenza internazionale (Capitolo III). La diversificazione delle fonti di reddito si è concretizzata in un aumento delle commissioni nette e dei profitti da negoziazione – come nel Regno Unito –, in un’espansione dei crediti al consumo che offrono più ampi margini – come in Francia e in Giappone –, ovvero in un boom dei prestiti ipotecari in numerosi paesi. Comunque, i proventi da interessi stanno calando in varie economie ed è probabile che diminuiscano ulteriormente in presenza di tassi a breve più elevati e di curve dei rendimenti più piatte. I margini sono particolarmente ristretti in Germania e in Giappone, in parte a causa della debole domanda di prestiti, ma anche per effetto della concorrenza da parte degli intermediari a capitale pubblico (si veda sopra).

... al prezzo di un’accresciuta volatilità?

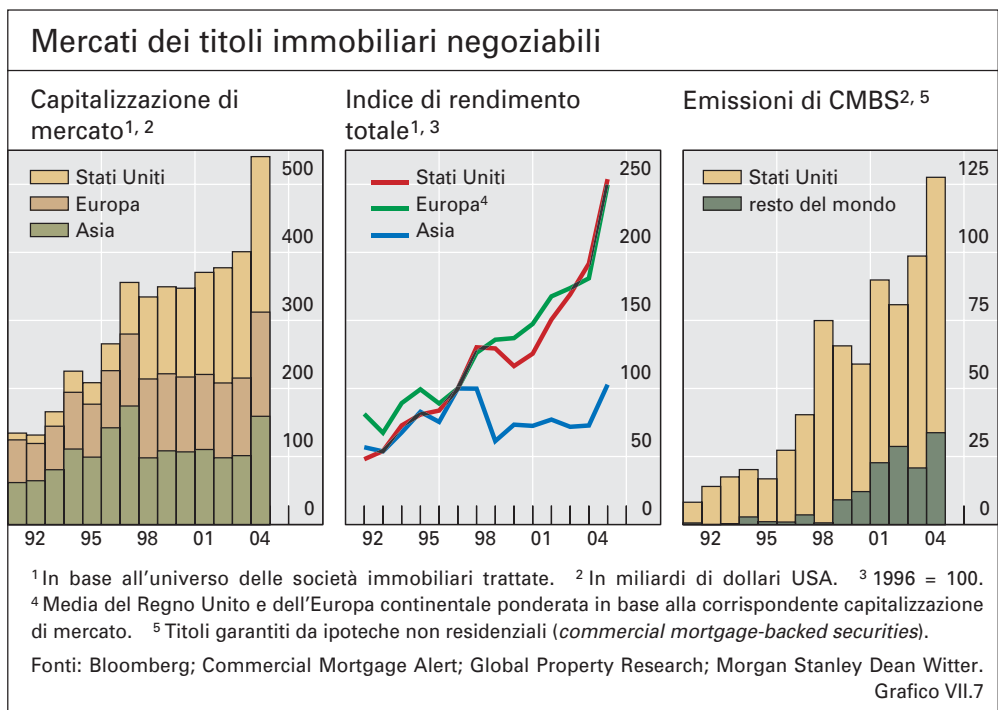
La sostenibilità e le caratteristiche di questa nuova combinazione di fonti di reddito costituiscono fattori importanti per la stabilità a lungo termine del sistema bancario. Un aspetto primario di tale combinazione è la maggiore esposizione delle banche all’insieme dei rischi di mercato, oltre al rischio di tasso di interesse, con cui hanno maggiore familiarità. Le commissioni di intermediazione e i proventi da negoziazione sono notoriamente una fonte di reddito volatile per le banche di investimento, ma queste istituzioni hanno strutture di costo più flessibili rispetto alle banche commerciali. Analogamente, sebbene in molti paesi la crescita del credito al consumo presenti una notevole componente strutturale riconducibile al contesto meno regolamentato e alla minore inflazione, essa è in parte dovuta anche al livello eccezionalmente basso dei tassi di interesse a breve. Inoltre, il boom del mercato degli immobili residenziali mostra già segni di inversione in alcuni paesi (si veda oltre). Si può quindi dire che il successo delle banche nel preservare l’attuale livello di redditività dipenderà tanto dai progressi nella gestione e nell’attenuazione dei rischi quanto dall’esito degli sforzi tesi a diversificare ulteriormente le fonti di reddito.

Mercati immobiliari

La resilienza del settore bancario deve molto alla robusta dinamica dei mercati immobiliari. Tuttavia, l’accresciuta esposizione diretta e indiretta delle banche in quest’area suscita alcuni timori nel più lungo periodo, specie alla luce dell’esperienza storica.

La crescita dei mutui all’edilizia non residenziale ...

Negli ultimi anni si è accresciuto l’interesse degli investitori per la proprietà immobiliare commerciale. Vi hanno contribuito il basso livello dei tassi di interesse, i rendimenti deludenti del mercato azionario e la maggiore accessibilità ai mercati degli immobili non residenziali favorita dall’ulteriore sviluppo degli strumenti negoziabili (grafico VII.7). L’interesse è stato altresì stimolato dalla modesta escursione dei recenti cicli (tabella VII.2) e dal bassissimo tasso di insolvenza. Pertanto, l’esposizione delle banche verso il mercato in questione è cresciuta in misura notevole. Ad esempio, negli Stati Uniti i prestiti a fronte di immobili commerciali sono aumentati di circa il 70% nell’arco dei passati cinque anni e rappresentano oggi pressoché un ottavo degli impieghi totali delle banche. Per le banche di dimensioni medie la quota è del 30%. Analogamente, nel Regno Unito un terzo dei prestiti delle banche



alle imprese non finanziarie va attribuito a società immobiliari, rispetto al 20% circa di quattro anni or sono.

La maggiore esposizione verso il settore degli immobili commerciali non sembra comportare un rischio immediato per il sistema bancario, ma potrebbe costituire una vulnerabilità nel più lungo periodo. Storicamente i mutui all'edilizia non residenziale sono una delle componenti più volatili dei portafogli bancari. Sebbene nel prossimo futuro sia improbabile un brusco deterioramento della qualità dei crediti, come avvenne in molti paesi industriali nei primi anni novanta, un ritorno dei tassi di insolvenza su livelli più vicini alle medie storiche potrebbe comunque essere fonte di tensioni. Inoltre, poiché la recente attività è stata in larga parte stimolata dall'interesse degli investitori, piuttosto che da una domanda delle imprese, è lecito dubitare della sostenibilità degli elevati rendimenti. Il persistere di una quota consistente di immobili inoccupati fa ritenere che i fondamentali del mercato possano essere fragili (tabella VII.2), e in effetti i prezzi dei locali da ufficio stanno già mostrando segni di debolezza.

Sul versante degli immobili residenziali, la rapida crescita dell'esposizione delle banche verso questo settore è stata una delle principali determinanti dei profitti bancari negli anni recenti. Nell'ultimo quinquennio i prestiti ipotecari hanno avuto una fortissima espansione nella maggior parte delle economie, fra cui in particolare il Regno Unito (con un incremento cumulativo del 160%), l'Australia (100%), gli Stati Uniti (75%), l'area dell'euro (50%) e il Giappone (30%).

Tuttavia, talune incertezze concernenti il mercato delle abitazioni potrebbero parimenti comportare alcuni rischi diretti e indiretti per il sistema finanziario. In molti paesi, fra cui Regno Unito, Stati Uniti, Australia, Norvegia e Spagna, i prezzi delle case sono saliti molto più rapidamente degli affitti, e i rendimenti locativi sono storicamente bassi (grafico VII.8). Ciò potrebbe preannunciare una correzione verso il basso dei prezzi oppure un rialzo dei

... può comportare rischi a livello micro

L'esposizione verso gli immobili residenziali ...

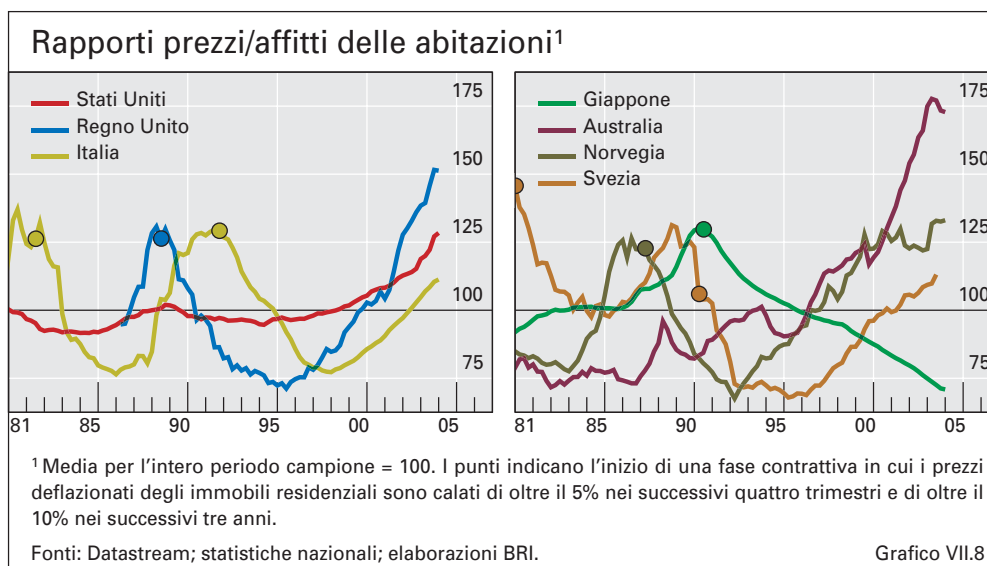
... comporta una vulnerabilità a livello macro

Prezzi degli immobili non residenziali e quota dei locali inoccupati							
	Prezzi degli immobili non residenziali ¹				Quota dei locali inoccupati ⁴		
	Variazione nominale ²			Livello ³	2002	2003	2004
	1995-2003	2003	2004	2004			
Stati Uniti	2,5	-2,5	4,0	35,7	15,6	16,7	16,0
Giappone	-8,9	-10,2	-9,6	31,2	8,0	8,5	7,2
Germania	1,0	-18,4	-13,2	43,2	7,1	9,8	11,4
Regno Unito	1,9	-4,0	7,6	34,0	8,0	11,3	9,8
Francia	1,0	0,0	1,5	60,3	5,9	6,0	6,6
Italia	9,4	-5,1	-3,2	73,8	4,7	5,4	7,5
Canada	3,0	-2,7	2,2	46,8	13,7	15,6	14,4
Spagna	9,2	-10,9	13,5	46,5	4,8	7,7	8,4
Paesi Bassi	6,1	-3,0	6,2	85,9	7,4	9,7	12,0
Australia	4,2	4,0	1,0	50,5	8,3	10,3	11,5
Svizzera	-0,1	-2,2	-2,3	56,9	8,0	10,8	9,0
Belgio	4,8	10,9	15,0	94,9	8,8	9,5	10,7
Svezia	3,2	-8,0	5,6	49,7	12,5	18,3	17,6
Norvegia	5,6	-2,1	1,5	56,3	8,3	11,0	11,0
Danimarca	6,1	-1,2	4,9	85,4	2,5 ⁵	9,0	10,3
Finlandia	2,9	0,0	-2,3	57,2	1,7 ⁵	7,0	9,5
Irlanda	13,4	0,2	1,3	82,5	18,4	17,5	16,7

¹ Per Australia, Belgio, Italia e Spagna, immobili di prim'ordine nelle principali città; per il Giappone, prezzi dei terreni. ² Variazioni percentuali annue. ³ Periodo di massimo dei prezzi reali = 100. ⁴ Superfici a uso ufficio immediatamente disponibili (comprese le sublocazioni) in fabbricati finiti, in percentuale dello stock totale. Per Svizzera e Stati Uniti, a livello nazionale; per Australia, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna, media delle principali città; per gli altri paesi, città capitale. ⁵ 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

canoni, che tendono però a essere alquanto vischiosi. Qualora l'ascesa dei prezzi dovesse arrestarsi o tramutarsi in un calo, l'attività ipotecaria potrebbe contrarsi fortemente (come osservato di recente in Australia e nel Regno



Unito) riducendo nel contempo i proventi per commissioni delle banche. Inoltre, vi è la possibilità che aumentino le perdite su crediti, specie nei mercati con elevati livelli di debito delle famiglie e bassi margini di garanzia sui mutui. Più in generale, un calo della ricchezza delle famiglie potrebbe indurre un più diffuso rallentamento economico attraverso la contrazione dei consumi. Qualora tali pericoli dovessero concretizzarsi, i problemi per il settore bancario rivenienti da questo effetto macroeconomico di tipo indiretto, ma più generale e persistente, potrebbero essere rilevanti.

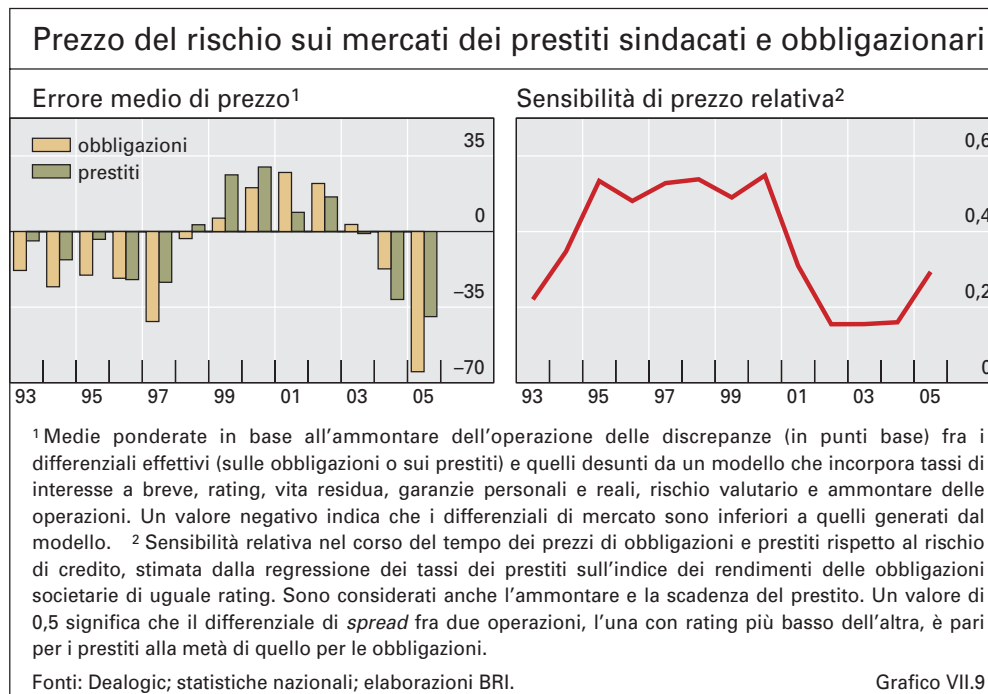
Intensificazione della "caccia al rendimento"

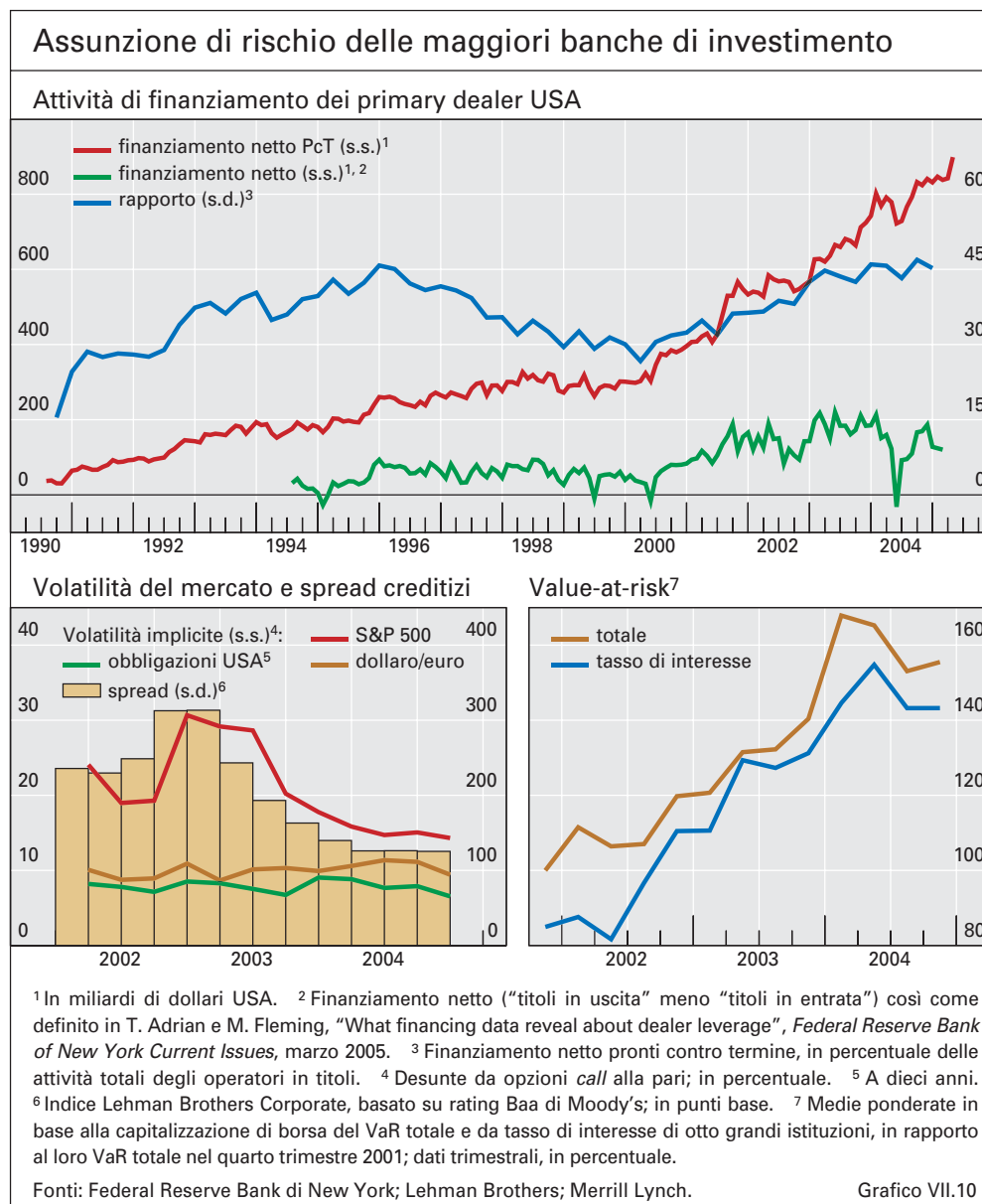
Il perdurare dei bassi tassi di interesse e dell'abbondante liquidità ha incitato gli investitori a ricercare più alte remunerazioni in collocamenti più rischiosi. Questa "caccia al rendimento" si è intensificata durante gran parte del periodo sotto rassegna (Capitolo VI).

Vi sono indicazioni che è proseguita una politica di prezzo aggressiva in relazione al rischio creditizio sui mercati dei prestiti consorziali e delle obbligazioni. Nel 2004 le nuove operazioni allestite sul mercato USA dei prestiti sindacati hanno raggiunto il massimo storico di \$1,3 trilioni, il 46% dei quali è andato a società con rating basso. Sempre nel 2004 gli *spread* sui due mercati suddetti parevano comportare un premio per il rischio creditizio inferiore a quello implicito nelle correlazioni storiche (grafico VII.9, diagramma di sinistra). Più di recente, questo apparente *underpricing* del rischio creditizio si è accentuato sul mercato obbligazionario, essendo leggermente cresciuta la sensibilità al rischio di insolvenza degli *spread* sui prestiti sindacati (grafico VII.9, diagramma di destra).

Rischio di credito potenzialmente sottovalutato

La tendenza a una maggiore propensione al rischio è osservabile anche nel settore delle banche di investimento. Il *value-at-risk* (VaR) complessivo è





Forte esposizione al rischio di mercato

aumentato di oltre il 50% nei tre anni terminati a fine dicembre 2004. Poiché nell'arco dello stesso periodo è calata la volatilità dei mercati azionari e creditizi, ciò fa presumere un sensibile incremento nell'assunzione di posizioni (grafico VII.10, diagrammi inferiori). La leggera diminuzione delle esposizioni complessive nel 2004 potrebbe rispecchiare un aggiustamento differito dell'assunzione di rischio da parte degli intermediari in questione, oppure una minore liquidità di mercato (grafico VII.10, diagramma superiore).

Spostamento del rischio verso il settore famiglie

I maggiori rischi collegati alle ipoteche ...

Alcune tendenze strutturali recenti sembrano indicare un certo spostamento nell'esposizione al rischio dagli intermediari e dai mercati finanziari verso il settore delle famiglie. In parte tale fenomeno ha natura volontaria. Il più facile accesso a svariati canali di prestiti ha fatto aumentare il debito delle famiglie in rapporto al reddito (Capitolo II). In particolare, nel 2004 i tassi di crescita dei

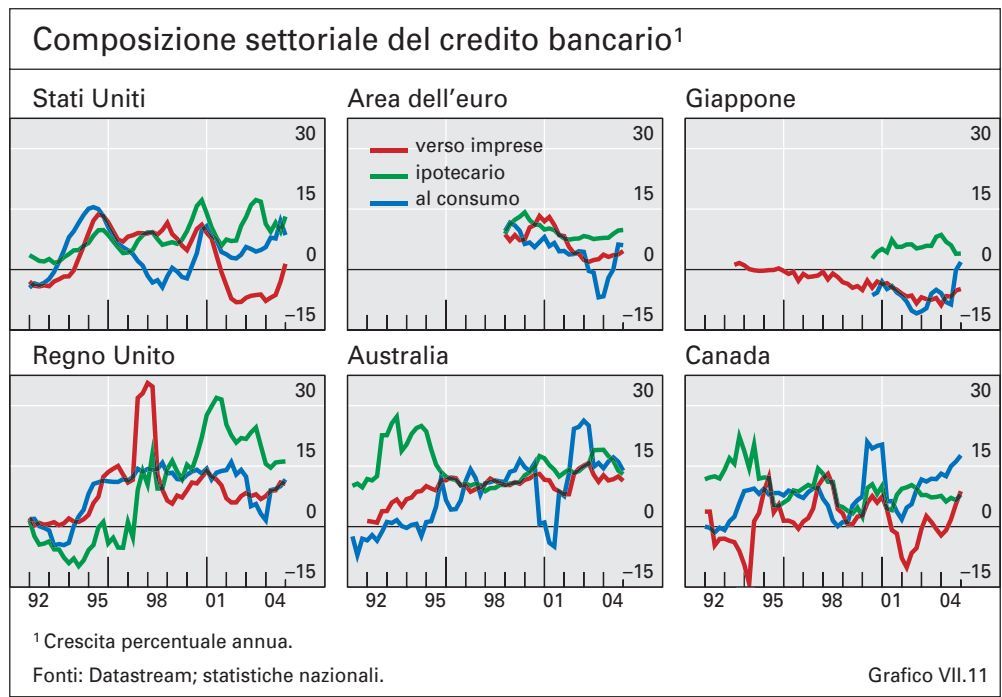
prestiti ipotecari e al consumo erogati dalle banche hanno superato quello dei finanziamenti alle imprese negli Stati Uniti, in Europa e in Giappone (grafico VII.11). Le famiglie hanno altresì orientato i loro investimenti finanziari verso strumenti più sensibili al mercato. I mutui ipotecari a tasso variabile, tradizionalmente predominanti in Australia, Irlanda, Regno Unito, Spagna e molti paesi nordici, negli ultimi tempi sono divenuti popolari anche negli Stati Uniti. La diffusione dei prodotti *unit-linked* (collegati a quote parti di un fondo) nel settore delle assicurazioni vita riflette parimenti l'accresciuta propensione delle famiglie ad assumere rischi.

Anche i cambiamenti istituzionali stanno esponendo le famiglie a maggiori rischi finanziari. In primo luogo, le proposte di riforma dei sistemi pensionistici negli Stati Uniti e nel Regno Unito vanno nel senso di un passaggio da schemi a prestazione definita a sistemi a contribuzione definita, che accrescono l'esposizione dei beneficiari al rischio di mercato. La tendenza verso i piani previdenziali a contribuzione definita si è rafforzata per effetto delle pressioni sulla capacità di finanziamento delle imprese esercitate dalla maggiore longevità, dalla debolezza dei mercati azionari e dai bassi tassi di interesse. In secondo luogo, l'introduzione della contabilità al valore equo renderà più visibili le garanzie di rendimento minimo nei contratti assicurativi, sicché gli assicuratori saranno sollecitati a ridurre parzialmente tali garanzie. Infine, la minore sicurezza del posto di lavoro in molti paesi sviluppati ha acuito l'incertezza circa i flussi di reddito delle singole famiglie, accrescendo i rischi complessivi cui è esposto il settore.

Alla luce di tali tendenze ci si domanda se i cambiamenti incidano sulla capacità di sopportazione del rischio dell'economia. In definitiva è sulle famiglie che ricadono tutti i rischi, in quanto a esse fanno capo in ultima istanza tutte le imprese economiche. Tuttavia, il livello complessivo di rischio

... e l'evoluzione degli schemi pensionistici ...

... possono incidere sulla capacità dell'economia di sopportare il rischio



finanziario non è indipendente dalla struttura finanziaria, dal quadro istituzionale e dalla distribuzione della sopportazione del rischio stesso. Le famiglie sono di regola liquide in virtù del regolare flusso di reddito da lavoro e della quota relativamente ampia di attività monetarie detenute. Inoltre, le perdite idiosincratice sui bilanci delle famiglie hanno limitate diseconomie esterne. Tuttavia, il settore si caratterizza, rispetto alle istituzioni finanziarie, per una più limitata capacità di comprendere, gestire e diversificare i rischi, per una maggiore dipendenza dal credito garantito, e per costi di transazione superiori. Queste limitazioni fanno ritenere che la maggiore esposizione diretta al rischio delle famiglie potrebbe non essere necessariamente efficiente.

L'agevole accesso a vari prodotti finanziari ha reso più facile per le famiglie l'acquisto della casa di abitazione e ha offerto maggiore flessibilità nella gestione intertemporale del consumo. Tuttavia, come già si è detto, una caduta dei prezzi degli immobili residenziali potrebbe comportare rischi per il settore finanziario e l'economia nel suo insieme. Si aggiunga che un aumento dei tassi di interesse si tradurrebbe automaticamente in maggiori oneri finanziari per le famiglie con passività a tasso variabile. Qualora ciò si ripercuotesse sul livello dei consumi e sui tassi di insolvenza dei mutui ipotecari, la resilienza della macroeconomia e del sistema finanziario potrebbe risultarne ridotta.

Verso un quadro macroprudenziale più operativo

Le precedenti considerazioni sulle prospettive per la stabilità finanziaria hanno messo in risalto l'importanza delle vulnerabilità che sorgono dall'interazione fra il settore finanziario e l'economia reale. Le principali sfide originano dal processo di correzione degli squilibri venutisi gradualmente a creare durante il periodo di boom dei corsi azionari degli ultimi anni novanta e dal contesto macroeconomico emerso durante la prima metà di questo decennio. Per dare una risposta efficace a queste sfide occorre un quadro prudenziale che sia incentrato sulle predette interazioni e che adotti un approccio sistemico alla stabilità finanziaria. La tendenza generale a rafforzare l'orientamento macro degli schemi prudenziali non è che un riconoscimento di tale necessità.

L'approccio macroprudenziale colloca in primo piano le interazioni fra le singole istituzioni finanziarie, nonché fra il sistema finanziario nel suo insieme e la macroeconomia. Integrando il più tradizionale approccio micro, che pone invece al centro della propria analisi l'istituzione singola, esso dà particolare rilievo alle concentrazioni di esposizioni e ai fattori comuni di rischio presenti nelle diverse componenti del sistema finanziario. L'analisi degli effetti destabilizzanti che potrebbero scaturire dai comportamenti di queste ultime è cruciale in tale tipo di approccio.

Sul piano operativo, vari aspetti del quadro prudenziale ne rispecchiano l'orientamento più sistemico. Quello più visibile è senz'altro l'aspetto collegato all'architettura istituzionale e al mandato degli organi ufficiali preposti alla stabilità finanziaria. Una prospettiva più macro è concretamente discernibile anche nel modo in cui questi organi assolvono il loro compito. Ne sono un esempio l'affinamento delle tecniche di misurazione del rischio per meglio

I rischi
macroeconomici
richiedono ...

... approcci
macroprudenziali

individuare le vulnerabilità sistemiche, nonché la calibrazione degli strumenti preventivi e correttivi più sensibile ai problemi sistemici.

Architettura istituzionale

L'architettura istituzionale degli organi ufficiali cui compete la stabilità finanziaria è crescentemente improntata a una prospettiva macroprudenziale. A livello sia nazionale sia internazionale essa rispecchia sempre più l'importanza attribuita al monitoraggio delle interazioni fra i singoli intermediari finanziari e all'elaborazione di linee di azione coerenti che tengano conto delle similitudini nella gestione del rischio nei diversi comparti del sistema finanziario.

A livello nazionale, la tendenza a istituire un'autorità unica responsabile della vigilanza prudenziale sulle banche, sulle compagnie di assicurazione e sugli altri intermediari si è accentuata da quando la Norvegia decise di adottare un approccio di questo tipo verso la fine degli anni ottanta. A ciò hanno contribuito sia le sinergie sorte con la comparsa dei conglomerati finanziari, sia la convergenza delle pratiche operative indotta dallo sviluppo di nuovi mercati e tecnologie.

Questa evoluzione istituzionale è spesso proceduta di pari passo con la fissazione per le banche centrali di obiettivi più espliciti in materia di stabilità finanziaria. Sul piano pratico ciò si è sovente tradotto nella creazione di funzioni *ad hoc* in seno alla banca centrale e nella pubblicazione di rapporti regolari in cui questa esprime le proprie valutazioni sull'andamento e sulle potenziali vulnerabilità del sistema finanziario. Non di rado le banche centrali hanno assunto compiti analoghi anche in assenza di un mandato esplicito, facendo tesoro della loro consolidata esperienza nell'analisi macroeconomica più tradizionale.

A livello internazionale, vari consessi sono stati istituiti per promuovere la comunicazione e la cooperazione fra le autorità di vigilanza delle diverse giurisdizioni. Il monitoraggio degli andamenti nei mercati finanziari internazionali e la valutazione delle potenziali fragilità rientrano fra gli obiettivi dei comitati che operano sotto l'egida delle banche centrali del G10 e di vari gruppi regionali. Il Forum per la stabilità finanziaria riunisce tutte le autorità in materia, nonché istituzioni finanziarie e altri organismi internazionali, promuovendo il dialogo e il coordinamento delle iniziative volte a fronteggiare le vulnerabilità sistemiche. Un esempio indicativo dell'azione del Forum è la serie di raccomandazioni da esso emanate sulla risposta delle autorità ai pericoli che possono derivare per la stabilità sistemica dall'attività delle istituzioni a elevato grado di leva. Più di recente, il Forum ha diretto gli sforzi delle autorità di vigilanza a livello mondiale tesi a rafforzare la sorveglianza sulle società di riassicurazione (si vedano le pagine 190-191 di questa Relazione).

Individuazione delle vulnerabilità

Una terapia efficace presuppone una diagnosi accurata. L'applicazione della tecnologia per la misurazione del rischio a livello di intero sistema costituisce quindi la base per l'apprestamento di un quadro operativo macroprudenziale.

Le tecniche di misurazione del rischio finanziario sono, in generale, a uno stadio ancora relativamente precoce di sviluppo. Anche a livello di

Autorità di vigilanza unificate

Il mandato di stabilità finanziaria delle banche centrali

Consessi internazionali

Modellizzazione del rischio sistemico

single istituzioni, inizialmente si è puntato a stimare aspetti specifici del rischio finanziario e soltanto di recente ci si è sforzati di elaborare schemi coerenti per una misurazione integrata su base aziendale. L'applicazione di indicatori basati sul VaR anche alla stima di altri tipi di esposizione oltre il rischio di mercato ne è un esempio. A livello macro, la modellizzazione delle interazioni fra il settore finanziario e l'economia reale non vanta la più lunga tradizione dei modelli macroeconomici che descrivono le relazioni a livello aggregato fra prodotto, spesa e prezzi.

Indicatori
macroprudenziali

Recentemente sono stati compiuti considerevoli progressi nell'elaborare strumenti di misurazione del rischio sistemico e nell'applicarli a una varietà di contesti. L'iniziativa dell'FMI e della Banca mondiale consistente nel mettere a punto una serie di indicatori della stabilità finanziaria e nell'incoraggiare le autorità nazionali a rilevare e pubblicare sistematicamente tali grandezze, è intesa a fornire la materia prima per un approfondimento dell'analisi. Nel quadro del Financial Sector Assessment Program avviato congiuntamente dalle due istituzioni vengono compiute regolari analisi delle potenziali vulnerabilità sistemiche, di natura sia strutturale che congiunturale.

Prove di stress a
livello macro

Di riflesso allo sviluppo di una metodologia per le prove di stress a livello delle singole istituzioni, numerose banche centrali stanno apprestando l'infrastruttura per l'applicazione di test di resilienza al sistema finanziario nel suo insieme, basati su indicatori sia micro che macro. Tali esercizi combinano spesso tre elementi: modelli macroeconomici concepiti per guidare le decisioni di politica monetaria, modelli della situazione finanziaria delle famiglie e delle imprese, indagini mirate a stimare l'impatto potenziale di diversi scenari sulla *performance* degli intermediari e dei mercati finanziari. In alcuni paesi questa infrastruttura è utilizzata non soltanto per compiere valutazioni di routine delle vulnerabilità del settore finanziario ai fini della vigilanza, ma anche per ottenere input da integrare nel processo decisionale della politica monetaria. Una volta in funzione, la tecnologia si presta anche a esercizi *ad hoc* più focalizzati sull'analisi di rischi specifici, come quelli derivanti da un repentino calo dei prezzi delle attività.

Calibrazione degli strumenti prudenziali

Anche la reazione delle autorità ai rischi per la stabilità finanziaria è in misura crescente ispirata a considerazioni sistemiche. Ciò vale sia per la concezione degli standard prudenziali sia per la logica che informa l'azione volta a contrastare i problemi allorché questi si manifestano.

L'adozione di
un approccio
sistemico ...

L'incorporazione esplicita di obiettivi sistemici nella definizione di requisiti prudenziali è un fenomeno relativamente recente, anche se da sempre viene riconosciuto che la fissazione di requisiti che limitano le possibilità di un'eccessiva assunzione di rischio a livello delle singole istituzioni contribuisce anche a mitigare i rischi sistemici. L'elemento di novità nell'approccio macroprudenziale consiste essenzialmente nell'idea che regole e comportamenti razionali a livello individuale possano originare esiti indesiderabili a livello aggregato. Ad esempio, il ridimensionamento delle esposizioni in risposta a elevate misure del rischio di mercato può costituire un approccio prudente dal punto di vista di un'istituzione desiderosa di preservare il proprio patrimonio.

Tuttavia, uno smobilizzo generalizzato potrebbe innescare reazioni a catena risultanti in un forte aumento della volatilità del mercato e in un deprezzamento eccessivo delle attività.

Il nuovo schema di adeguatezza patrimoniale pubblicato lo scorso anno dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria costituisce un importante passo in avanti. Esso stabilisce uno standard particolarmente rispettoso del desiderio del settore privato di sviluppare e impiegare strumenti per la gestione del rischio. Consentendo l'impiego dei risultati dei modelli interni ai fini della determinazione del patrimonio regolamentare minimo, lo schema riconosce l'importanza di incentivare l'adozione delle tecnologie ottimali da parte di tutti gli operatori. Un'eccessiva sensibilità al rischio dei requisiti patrimoniali, nondimeno, potrebbe accrescere la possibilità di rafforzare inavvertitamente la prociclicità insita nella disponibilità del credito. Anche al fine di mitigare questo rischio, e sulla base di nuovi studi empirici, la versione finale dello schema prevede un più basso tasso di incremento del patrimonio regolamentare in risposta a un deterioramento delle condizioni creditizie. Essa riconosce inoltre che le prove di stress delle esposizioni bancarie dovrebbero parimenti concorrere a determinare il livello prescritto di patrimonio, così da evitare che questo sia indebitamente influenzato dalle condizioni economiche correnti. Un aspetto ancora più importante del nuovo schema è che esso contribuisce a integrare nella cultura aziendale delle istituzioni i miglioramenti storici nella gestione del rischio, favorendo così un'individuazione e una correzione più precoci dei problemi e riducendo le tendenze procicliche.

... influenza la definizione degli standard ...

A una logica analoga si ispira il sistema di accantonamento su base statistica introdotto in Spagna. Esso prevede che gli accantonamenti a fronte dei crediti bancari siano ancorati a una media stimata lungo l'arco del ciclo, in modo da costituire, durante la fase ascendente della congiuntura, una riserva cuscinetto utilizzabile poi nei periodi di recessione, quando peggiorano le condizioni creditizie. La distribuzione temporale più uniforme dei costi del credito mitiga la tendenza delle banche a ridurre eccessivamente l'erogazione di prestiti allorché si deteriorano le prospettive economiche, diminuendo così il rischio di comportamenti indotti dalla regolamentazione che accentuano la volatilità macroeconomica.

Le considerazioni di ordine sistemico influenzano in misura crescente non soltanto la definizione degli standard, ma anche i provvedimenti discrezionali adottati dalle autorità di vigilanza. Questi sono stati talvolta indotti dal manifestarsi di tensioni o di vulnerabilità. Ne è un esempio recente la reazione delle autorità britanniche di fronte alle difficoltà incontrate dalle compagnie di assicurazione allorché la caduta del mercato azionario aveva causato gravi perdite nei loro portafogli di investimento. Al fine di arginare le vendite di titoli è stato deciso un temporaneo allentamento delle riserve minime obbligatorie, prevenendo così una spirale al ribasso dei corsi azionari che avrebbe ulteriormente pregiudicato i bilanci delle istituzioni regolamentate. Ragioni di ordine sistemico sono anche alla base delle modifiche apportate in alcune giurisdizioni ai parametri che regolano i prestiti ipotecari (come il rapporto minimo prestito/garanzia), stante il timore che una rapida espansione del credito potesse costituire un rischio per la macroeconomia. Sebbene tali

... i provvedimenti discrezionali ...

interventi *ex post* siano soltanto dei sostituti imperfetti della sistematica costituzione *ex ante* di riserve per fronteggiare le future tensioni, essi possono, se calibrati giudiziosamente e impiegati con parsimonia, facilitare la reazione del sistema a circostanze specifiche, senza originare effetti avversi sugli incentivi.

... e il trattamento delle grandi istituzioni

Infine, la preoccupazione per la stabilità sistemica traspare chiaramente dall'atteggiamento delle autorità di vigilanza verso le istituzioni finanziarie complesse e di grandi dimensioni. In molti paesi esistono regole esplicite per il trattamento di queste istituzioni, che stabiliscono le modalità di azione da seguire nel caso di problemi, unitamente a un più stretto monitoraggio e controllo prudenziali. In particolare, le considerazioni di ordine sistemico occupano un posto importante fra i fattori esaminati per l'approvazione di fusioni. Oltre che alla salvaguardia di un adeguato livello di contendibilità del mercato, le autorità sono sempre più interessate ai rischi potenziali derivanti da una maggiore concentrazione delle esposizioni del sistema finanziario verso un ristretto numero di intermediari fra loro collegati. Sono inoltre previsti piani di emergenza da attivare in caso di fallimento di tali istituzioni. Essi mirano soprattutto ad assicurare un ordinato trasferimento del controllo dagli azionisti e dalla direzione, preservando al tempo stesso la funzionalità e il valore economico dell'azienda dissestata e minimizzando le turbative sistemiche.

Sfide da affrontare

Fra le sfide figurano:

L'analisi che precede mostra come siano stati compiuti notevoli progressi nel potenziare l'orientamento sistemico del quadro prudenziale, sul piano sia concettuale che pratico. Nondimeno, restano diverse sfide importanti da affrontare.

una misurazione più accurata ...

La prima riguarda il miglioramento delle tecniche di misurazione del rischio. Nonostante i recenti progressi, le attuali metodologie restano tuttora più efficaci nel fornire una misura puntuale dei rischi relativi, ad esempio per categorie di mutuatari o di attività, che nello stimare l'evoluzione del rischio in un certo arco di tempo, soprattutto a livello sistemico. In particolare, molte delle misure tendono a funzionare come indicatori coincidenti del rischio anziché come indicatori veramente predittivi. Inoltre, allorché tali misure si basano sui prezzi di mercato esse potrebbero non riuscire a discernere un cambiamento nella propensione al rischio da una diversa valutazione del medesimo (Capitolo VI). Attraverso questi due canali le misure possono introdurre inavvedutamente un'eccessiva prociclicità nelle valutazioni del rischio e nelle reazioni.

... l'incentivazione degli organi di vigilanza ...

La seconda sfida consiste nel fare in modo che le autorità di vigilanza abbiano i mezzi e gli incentivi per impiegare in un'ottica macroprudenziale gli strumenti a loro disposizione. È comprensibile che, nonostante le eccezioni summenzionate, vi sia ancora notevole riluttanza ad agire in tal senso quando i problemi appaiono di origine macroeconomica. Ciò può derivare in parte da una relativa mancanza di esperienza in questo ambito, soprattutto allorché la vigilanza non è affidata alla banca centrale. Oppure può rispecchiare una visione della vigilanza ispirata principalmente a obiettivi di protezione dei consumatori, piuttosto che alla prevenzione di crisi sistemiche.

La terza sfida è quella di rafforzare il coordinamento dell'azione di parte ufficiale mirata alla stabilità macrofinanziaria. Un approccio più coordinato riconoscerebbe le forti interdipendenze esistenti tra le funzioni assolte da un più ampio ventaglio di autorità, fra cui i responsabili della politica monetaria, i dicasteri finanziari, nonché gli organi di normazione contabile. Esistono evidenti complementarità fra le risorse cognitive e gli strumenti a disposizione di queste diverse istanze. Ad esempio, gli standard contabili possono avere un effetto di prim'ordine sulla capacità di valutare la solidità finanziaria, sull'incentivo ad assumere rischi e sulle proprietà stabilizzanti o destabilizzanti dei comportamenti individuali. Analogamente, talune tensioni finanziarie con ingenti costi macroeconomici possono trarre origine non da imprese finanziarie dissestate, bensì da dinamiche di mercato o da gravi turbative nei bilanci delle famiglie e delle società, anche quando le istituzioni finanziarie risultano sufficientemente schermate. L'attuale rischio associato al finanziamento ipotecario ne è un esempio. Tutto ciò rende tanto più opportuna una stretta cooperazione fra le varie autorità, sulla base di una diagnosi concorde del problema.

... e il
coordinamento
delle politiche

VIII. Conclusioni: come correggere gli squilibri?

Il 2004 è stato un anno straordinario per l'economia mondiale. Nella maggior parte dei paesi, e in particolare nelle economie di mercato emergenti, la crescita è stata vigorosa, mentre l'inflazione è rimasta moderata nonostante i sostanziali rincari delle materie prime. Le istituzioni finanziarie in tutto il mondo hanno conseguito eccellenti profitti e i prezzi in gran parte dei mercati finanziari sono saliti considerevolmente. Nondimeno, questa *performance* eccezionale si è accompagnata al crescente timore che la situazione possa ben presto cambiare. Desto preoccupazione il fatto che l'economia mondiale di oggi mostri crescenti analogie con quella degli ultimi anni sessanta – un pensiero inquietante, giacché proprio in quel periodo nei maggiori paesi industriali si crearono i presupposti della grande inflazione degli anni settanta, a sua volta all'origine delle crisi debitorie che nel decennio successivo colpirono molte economie emergenti.

Oggi, come alla fine degli anni sessanta, i tassi di interesse reali nei paesi industriali si situano da tempo su bassi livelli e gli aggregati creditizi sono in rapida espansione. Inoltre, in analogia con i problemi emersi nel sistema di Bretton Woods, il dollaro è oggetto di pressioni al ribasso collegate al saldo con l'estero degli Stati Uniti. Negli ultimi anni ciò ha indotto molti altri paesi ad allentare la politica monetaria e ad accumulare riserve valutarie nell'intento di contrastare l'apprezzamento delle proprie monete. Ne è seguita una massiccia espansione della liquidità mondiale. Di recente, anche la politica di bilancio è stata allentata in numerosi paesi, richiamando alla memoria l'impatto congiunto della guerra del Vietnam e dei programmi della *Great Society* di quell'epoca. Inoltre, i prezzi delle materie prime, e in particolare del petrolio, si sono mossi fortemente al rialzo, e i loro effetti cominciano a farsi sentire più a valle, così come sui conti con l'estero sia dei paesi consumatori sia di quelli produttori.

Tutte queste similitudini inducono a chiedersi se si assisterà a un ripetersi, nei paesi industriali, dell'alta inflazione e delle perturbazioni cicliche degli anni settanta e ottanta e, nei mercati emergenti, dei problemi debitori degli anni ottanta. In breve, la risposta è: "forse, ma non necessariamente". Forse, perché è difficile formulare previsioni e non si possono in alcun modo escludere errori di politica economica. Non necessariamente, perché i responsabili delle politiche hanno chiaramente imparato dai loro precedenti errori. Negli ultimi anni sessanta e agli inizi degli anni settanta non vi era piena consapevolezza dei costi associati a un'inflazione elevata nei paesi industriali, né veniva adeguatamente percepita la rapidità con cui un cambiamento nelle aspettative inflazionistiche può innescare un circolo vizioso fra salari e prezzi. Il successo conseguito dalle banche centrali nel ridurre l'inflazione, malgrado i costi che

ha comportato, conferisce credibilità ai banchieri centrali allorché si ripromettono: “mai più”. In aggiunta, i responsabili delle politiche del mondo intero hanno acquisito una certa esperienza su come far fronte a shock dei prezzi delle materie prime. Chi si trova oggi a dover fare i conti con un rincaro delle importazioni sa che opporsi a un aggiustamento ricorrendo all’indebitamento esterno, come fu fatto negli anni settanta, può rivelarsi estremamente costoso. Chi, invece, beneficia dell’aumento dei prezzi ricorda la facilità con cui pervenne a una situazione di sovraindebitamento per aver contratto prestiti dietro la garanzia fornita da aumenti analoghi in passato. Risulta ormai chiaro, purtroppo solo con il senno di poi, che i prezzi delle materie prime non sono diversi da quelli delle abitazioni o delle attività finanziarie; possono salire e possono scendere, ma il valore nominale del debito resta comunque invariato.

Possiamo trarre conforto dalle lezioni apprese dal passato. Nondimeno, dobbiamo anche essere consapevoli del pericolo di ritrovarci a combattere una battaglia che credevamo già vinta. Come si è osservato nell’Introduzione alla presente Relazione annuale, dagli anni sessanta il mondo è cambiato, in positivo, sotto tre aspetti fondamentali. Lasciando intravedere uno scenario non inflazionistico, questi cambiamenti strutturali accreditano ulteriormente il responso: “forse, ma non necessariamente”.

Primo, la liberalizzazione e la globalizzazione dell’economia reale hanno accresciuto enormemente il potenziale di offerta, modificato in modo sostanziale i prezzi relativi e favorito un ripiegamento dell’inflazione dal momento che la domanda non ha seguito il passo. Secondo, la deregolamentazione e il progresso tecnologico hanno insieme prodotto un impatto profondo sui sistemi finanziari; questi si basano in misura crescente sul mercato piuttosto che sull’intermediazione bancaria, hanno assunto portata globale e sono popolati da società sempre più grandi e complesse, la cui operatività si estende a molteplici settori. Terzo, si è assistito a un riorientamento dei regimi monetari verso l’obiettivo prioritario di tenere bassa l’inflazione. Da questi singoli cambiamenti, e forse ancor più dalla loro interazione, discendono nuovi insegnamenti al pari di nuove incertezze.

Un primo insegnamento deriva dall’interazione fra gli attuali shock positivi dal lato dell’offerta e il nuovo regime monetario, per cui è possibile che, in futuro, le pressioni deflazionistiche ricorranò con quasi altrettanta frequenza di quelle inflazionistiche. Ciò induce a chiedersi se nella risposta di politica monetaria non si debba tener conto dell’origine della deflazione. Dal momento che gli aumenti diretti dei prezzi associati a shock di offerta negativi sono oggi normalmente tollerati dalle autorità, perché lo stesso non dovrebbe valere per gli shock positivi? Un altro insegnamento trae origine dall’interazione fra shock positivi dal lato dell’offerta e comportamento del sistema finanziario. Oggi questi shock possono facilmente generare ottimismo nel sistema e diffondere la sensazione che i rischi di investimento siano minori di quanto sono in realtà. Di conseguenza, l’offerta di credito e di debito diviene intrinsecamente più elastica. Un terzo insegnamento proviene dall’interazione fra il perseguimento della stabilità dei prezzi e il moderno sistema finanziario. Le reazioni di quest’ultimo agli inasprimenti della politica monetaria stanno assumendo un ruolo sempre più rilevante nel meccanismo di trasmissione,

e di esse si dovrà quindi tenere conto in misura crescente nel dosaggio della manovra restrittiva.

Un ultimo insegnamento, forse il più importante, discende dall'interazione fra queste tre trasformazioni sistemiche. Se uno shock positivo dal lato dell'offerta abbassa l'inflazione, cosicché le autorità non hanno motivo di inasprire le condizioni creditizie, allora l'accresciuta capacità dei sistemi finanziari di fornire credito e debito troverà rispondenza in un'accresciuta domanda. In tali circostanze potrebbe crearsi un ciclo *boom and bust* nel sistema finanziario che, a sua volta, genererebbe forze frenanti, con ripercussioni in grado di indebolire in vario modo l'economia reale. E se un simile processo dovesse avere inizio in una situazione di inflazione già bassa, non si possono escludere esiti deflazionistici indesiderati, più dannosi di quelli causati dai soli shock positivi di offerta.

Queste osservazioni non implicano un radicale ripensamento delle politiche, ma si limitano a suggerire ulteriori passi avanti sulla via intrapresa. Le politiche economiche hanno già assunto un più spiccato orientamento al medio-lungo periodo. Dal lato dell'offerta, ciò è evidente nella maggiore enfasi posta durante gli ultimi anni sulle riforme strutturali; in particolare, vi è ampio consenso sulla necessità di misure volte a promuovere la stabilità finanziaria. Dal lato della domanda, non va dimenticato il *fine-tuning* delle politiche monetarie e fiscali negli anni sessanta per stabilizzare il ciclo economico e ridurre la disoccupazione; successivamente, il riconoscimento dei costosi effetti a più lungo termine di tali politiche ha portato ad adottare obiettivi di crescita monetaria e di inflazione e a formulare proposte per un inquadramento di più lungo periodo per le stesse politiche di bilancio.

Senza modificare sostanzialmente questi orientamenti a più lungo termine, le autorità dovrebbero considerare ora il modo di adattarli per tener conto di un'ulteriore complicazione: l'aumento dei livelli di debito sia interno sia internazionale, che con il tempo può causare problemi economici dai costi spesso rilevanti. Si pensi a quanto tempo hanno impiegato il Giappone e l'Est asiatico per rimettersi dalle rispettive crisi finanziarie. Le recenti azioni intraprese da varie banche centrali, in parte conseguenti a un rincaro degli immobili residenziali alimentato dal credito, sono indicative del crescente riconoscimento di questo problema. Certo, non sarà facile formalizzare la risposta delle politiche, giacché non esistono chiari parametri di riferimento che indichino quando l'espansione del credito, i livelli di debito o i prezzi delle attività divengono "troppo elevati". Nondimeno, la posta in gioco è certamente tale da giustificare un considerevole impegno analitico in tale ambito.

Queste Conclusioni affrontano due ordini di problematiche. Anzitutto, esaminano i rischi attuali per l'economia mondiale – con particolare riferimento alle implicazioni degli squilibri interni ed esterni – e le politiche che potrebbero contribuire a ridurli. In secondo luogo, considerano se vi sia l'esigenza di una strategia di più lungo periodo che possa prevenire l'insorgere stesso di squilibri finanziari. Sul piano nazionale, si tratta di valutare se sia opportuno adottare un quadro di stabilizzazione macrofinanziaria; sul piano internazionale, se si rendano necessari miglioramenti al sistema monetario mondiale per integrare il mero perseguimento dell'interesse nazionale.

I rischi attuali giustificano una risposta sul piano delle politiche?

L'opinione secondo cui l'economia mondiale si trova di fronte a "problemi" imminenti difficilmente raccoglierebbe l'unanimità dei consensi; maggiormente accettata è tuttavia l'idea che l'economia sia esposta a taluni "rischi". È pressoché impossibile ignorare la quantità di indicatori che simultaneamente segnalano pronunciati scostamenti dai parametri storici. Fra gli squilibri interni che reclamano attenzione, i tassi ufficiali reali in molti paesi industriali e nelle economie emergenti dell'Asia continuano ad aggirarsi in prossimità dello zero. I rendimenti nominali delle obbligazioni a lungo termine, gli *spread* e le misure della volatilità di mercato sono tutti considerevolmente bassi. Il saggio di risparmio delle famiglie in numerosi paesi industriali segue da qualche tempo una tendenza fortemente calante, e i livelli di debito si situano su valori record. I prezzi delle abitazioni in vari paesi non sono mai stati così elevati. E in Cina gli investimenti hanno raggiunto la quota sbalorditiva del 50% in rapporto al PIL. Infine, mai nel dopoguerra gli squilibri esterni erano stati altrettanto ampi. Queste grandezze, singolarmente o tutte assieme, potrebbero senz'altro riportarsi sui valori medi, con conseguenti ripercussioni sulla crescita economica mondiale. Una simile correzione potrebbe essere graduale e forse benigna, oppure repentina e destabilizzante. Ciò dipenderà in buona parte dalle interazioni fra economia reale e finanziaria, che non dovremmo illuderci di capire appieno.

Di fronte a questi squilibri interni ed esterni, cosa può fare la politica economica? Nel caso degli squilibri interni, l'ovvia risposta è aumentare i tassi di interesse per indurre un calo delle esposizioni a lungo termine. Ma questa soluzione comporta automaticamente un conflitto potenziale con i più tradizionali obiettivi a breve termine, come mantenere bassa la disoccupazione ed evitare una disinflazione eccessiva. Anche per quanto riguarda gli squilibri esterni i potenziali conflitti sono molteplici. Ad esempio, un inasprimento della politica fiscale nei paesi in disavanzo potrebbe contribuire a ridurre i problemi di equilibrio esterno, ma altresì innalzare la disoccupazione a livelli problematici. In siffatte circostanze, forse il massimo a cui si può aspirare è che vengano compiuti progressi "opportunistici", ovvero che si sfruttino le opportunità per ridurre le esposizioni di più lungo periodo, ma solo compatibilmente con le altre priorità.

Negli Stati Uniti, sullo sfondo di un'economia in espansione, è già stato avviato un inasprimento graduale della politica monetaria. Sebbene ciò sia stato fatto soprattutto in risposta ai crescenti livelli di utilizzo della capacità produttiva e ai timori per le prospettive di inflazione, il contributo dei più elevati tassi di interesse alla riduzione degli squilibri interni rappresenta un benefico effetto collaterale. Oggi l'economia statunitense dipende infatti in misura eccessiva dalla spesa per consumi, dall'indebitamento e dalla monetizzazione delle plusvalenze immobiliari. Ciò è particolarmente vero dal momento che, a livello aggregato, un rialzo dei prezzi delle abitazioni non accresce la ricchezza nazionale allo stesso modo di investimenti basati sul risparmio da reddito e di incrementi della produttività. Un rincaro degli immobili residenziali avvantaggia i proprietari, ma comporta un aumento dei costi abitativi per l'intera collettività. Da questo punto di vista, l'economia degli Stati Uniti è maggiormente esposta di quanto possa apparire.

Tuttavia, pur nelle attuali solide condizioni dell'economia statunitense, l'inasprimento dovrà essere portato avanti con una certa cautela. Vi è incertezza riguardo all'accresciuto ruolo che i prezzi delle attività, specie delle abitazioni, potrebbero svolgere nel meccanismo di trasmissione. Alcune indicazioni possono essere tratte dall'esperienza del Regno Unito e dell'Australia – così come dei Paesi Bassi alcuni anni fa – dove i prezzi delle abitazioni hanno cominciato a stabilizzarsi sotto l'influsso dei più alti tassi ufficiali, e la spesa per consumi sta già rallentando. Un'ulteriore complicazione deriva dal fatto che l'innalzamento dei tassi può anche frenare gli investimenti delle imprese. Fortunatamente, negli ultimi anni queste hanno ottenuto buoni risultati nel ridurre l'onere debitorio e presentano oggi elevati margini di profitto e di liquidità. Va peraltro sottolineato che il recente recupero degli investimenti rimane di gran lunga meno robusto di quelli osservati in cicli precedenti.

Un'altra fonte di preoccupazione è la possibilità che l'inasprimento provochi turbative nei mercati finanziari qualora le posizioni assunte sulla scia della "caccia ai rendimenti" vengano improvvisamente liquidate. Ciò non è finora accaduto, probabilmente grazie alla chiara comunicazione delle proprie intenzioni da parte della Federal Reserve. Nondimeno, permangono incertezze. Se le pressioni inflazionistiche dovessero rivelarsi più forti di quanto attualmente previsto, è possibile che i tassi ufficiali debbano essere aumentati più rapidamente. Questo potrebbe comunque cogliere di sorpresa gli operatori. È anche ipotizzabile che le dichiarazioni della Federal Reserve sulle sue intenzioni future, benché espresse al condizionale, abbiano indotto alcuni speculatori a reagire al restringimento dei margini di *carry trade* accrescendo ulteriormente il grado di leva delle loro posizioni per preservare i livelli di redditività. Ciò significherebbe che potrebbero ancora seguire ulteriori, e forse più significativi, smobilizzi di posizioni.

In varie altre importanti economie il ripristino di livelli più normali dei tassi di interesse creerebbe conflitti ancor maggiori. Nell'Europa continentale e in Giappone la protratta debolezza della crescita economica non fornisce elementi a sostegno di un rialzo dei tassi. In Giappone una manovra restrittiva appare inopportuna anche perché il paese non ha ancora trovato una via d'uscita dalla deflazione, e lo stesso vale per l'Europa, a causa degli effetti disinflazionistici dell'apprezzamento dell'euro. In ogni caso, va rilevato che l'indebitamento del settore privato in Giappone è in continua diminuzione, e non in aumento, e nell'Europa continentale non cresce così velocemente, né è così diffuso come negli Stati Uniti. Ciò detto, la BCE ha ripetutamente manifestato la sua inquietudine riguardo al ritmo di espansione degli aggregati monetari e creditizi, e al forte aumento dei prezzi delle abitazioni in molti paesi dell'area dell'euro.

Innalzare i tassi ufficiali in altre parti dell'Asia potrebbe rivelarsi più semplice. Qui le pressioni inflazionistiche sono ora leggermente più evidenti e l'economia cresce a passo spedito. Inoltre, sono state espresse preoccupazioni sia per l'aumento dei prezzi immobiliari in vari paesi, sia per il crescente assegnamento delle banche sul credito al consumo. L'aumento dei tassi negli Stati Uniti implicherebbe inoltre che la restrizione monetaria in Asia avrebbe

effetti più contenuti sui rapporti di cambio con il dollaro delle monete del continente. Nondimeno, anche se la crescita recente in Asia è stata vigorosa, molti continuano a dubitare della sua solidità, e della capacità dei settori societario e bancario di sopportare tassi di interesse più elevati. In Cina, volendo incoraggiare una maggiore spesa per consumi e nello stesso tempo evitare ulteriori afflussi di capitale, si è acconsentito a un rialzo dei tassi solo modesto lo scorso anno. Nel caso degli investimenti fissi sono emersi chiari segni di surriscaldamento, ma è probabile che le autorità cinesi continueranno a farvi fronte attraverso misure amministrative, la cui efficacia non è purtroppo garantita. Pertanto, anche in Asia, come negli Stati Uniti, vi è il pericolo che una restrizione monetaria insufficiente possa condurre all'inflazione o a un ampliamento degli squilibri interni, ovvero a entrambi.

Passando a considerare gli squilibri esterni, il sempre più ampio disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti rappresenta un serio problema di più lungo periodo, in quanto potrebbe finire col provocare una caduta disordinata del dollaro, connesse turbolenze su altri mercati finanziari e persino una recessione. Una conseguenza altrettanto allarmante, e forse meno remota, potrebbe essere la ricomparsa di pressioni protezionistiche. Le dimensioni senza precedenti del disavanzo, la velocità con cui il debito estero sta crescendo, il sempre maggiore affidamento sul settore ufficiale per il finanziamento del deficit e il fatto che l'indebitamento sia andato a finanziare primariamente i consumi (piuttosto che gli investimenti) sono altrettanti elementi che lasciano presagire l'insorgere, presto o tardi, di problemi. Inoltre, data l'interdipendenza dei moderni mercati finanziari, questi problemi non sarebbero probabilmente circoscritti al solo dollaro. Un aumento dei premi al rischio sulle attività in dollari potrebbe innalzare i tassi a lungo termine e gli *spread*, con ripercussioni sui prezzi di tutte le categorie di attività.

Sarebbe tuttavia sbagliato affermare che un siffatto scenario debba essere imminente. Sebbene il debito estero netto statunitense stia crescendo da anni, il paese continua a guadagnare sulle proprie attività all'estero più di quanto paghi sulle passività verso il resto del mondo. Per giunta, poiché queste ultime sono quasi esclusivamente in dollari, mentre le attività sono denominate in valuta estera, un calo della moneta americana produce automaticamente una flessione significativa del debito netto rilevato. E le autorità estere che intervengono a sostegno del dollaro USA hanno molte valide ragioni per continuare a farlo. Pertanto, dovrebbe esservi tempo sufficiente affinché misure destinate a correggere gli squilibri esistenti producano gli effetti desiderati. Ma non è da escludere che il tempo a disposizione possa esaurirsi.

In siffatta congiuntura quale dovrebbe essere l'azione delle politiche? La teoria insegna che, in presenza di livelli decrescenti di capacità in eccesso, i paesi in disavanzo dovrebbero ridurre il tasso di crescita della spesa interna al disotto di quello della produzione. Consentendo alle monete di deprezzarsi in termini reali, i loro prodotti diverrebbero più competitivi, fornendo al tempo stesso un incentivo a trasferire la produzione dai beni e servizi non commerciabili (*non-tradable*) a quelli commerciabili (*tradable*). Nei paesi in avanzo dovrebbe accadere l'opposto, ossia un apprezzamento del cambio in termini reali e un aumento della spesa interna. È tuttavia importante che questi

precetti di politica macroeconomica e strutturale siano soppesati alla luce dei vincoli e dei *trade-off* del mondo reale.

Negli Stati Uniti le scelte per l'impostazione della politica macroeconomica sono probabilmente le meno conflittuali. Il rischio di inflazione, gli squilibri interni e il disavanzo esterno richiedono tutti un contenimento della spesa nazionale. Considerate le dimensioni del deficit pubblico, il primo evidente passo da compiere sarebbe quello di tagliare le uscite e innalzare le imposte. Benché l'Amministrazione abbia fissato un obiettivo di riduzione del disavanzo, mancano ancora le misure concrete per conseguirlo. Ciò è motivo di rammarico, poiché in assenza di una tempestiva azione fiscale l'onere dell'aggiustamento ricadrà ancor più pesantemente sulla politica monetaria. Se da un lato l'aumento dei tassi di interesse contribuirebbe a invertire la caduta decennale dei risparmi delle famiglie – la vera chiave per ridurre il disavanzo esterno – dall'altro uno sproporzionato affidamento sulla politica monetaria comporta il rischio di dover affrontare tutta quella serie di problemi transitori e potenzialmente destabilizzanti cui si è accennato in precedenza.

I paesi eccedentari dell'Europa continentale e dell'Asia sono posti di fronte a conflitti più profondi allorché considerano l'impiego di strumenti macroeconomici per stimolare la domanda interna. In entrambe le regioni sussiste tuttora il timore, ancorché forse più giustificato in Asia, di accentuare le pressioni inflazionistiche derivanti dai rincari delle materie prime. Inoltre, paiono esservi incompatibilità fra esigenze a breve termine e considerazioni di più lungo periodo. Ad esempio, in Europa l'impiego della politica fiscale si scontra immediatamente con gli elevati livelli di debito, le pressioni demografiche e il Patto di stabilità e crescita. Di fatto, l'Europa ha esaurito già da qualche anno il proprio margine di manovra fiscale. In Asia, con l'evidente eccezione del Giappone, a prima vista le posizioni di bilancio paiono generalmente più solide. Nondimeno, in molti di questi paesi, e di certo in Cina, i costi finali per i contribuenti della ristrutturazione dei sistemi finanziari costituiscono un vincolo ulteriore che non sarebbe prudente ignorare. Quanto a un allentamento della politica monetaria, esso si porrebbe in aperto contrasto – oltre che con i persistenti timori riguardo all'inflazione – con la generale esigenza di condizioni più restrittive per ridurre gli squilibri interni di più lungo periodo sopra descritti. La presenza di un simile conflitto di obiettivi spiega perché, per la prima volta da decenni, gli osservatori della politica della banca centrale in alcuni paesi mettano in discussione non solo i tempi o l'ampiezza degli interventi di politica monetaria ma persino la loro direzione.

Anche le variazioni dei tassi di cambio sono un'arma a doppio taglio. Finora il dollaro si è deprezzato in maniera ordinata, ma perlopiù nei confronti di valute realmente fluttuanti, con il risultato che, in termini effettivi reali, esso non è oggi inferiore alla sua media degli ultimi trent'anni. Considerando quanto modeste sono state finora le ripercussioni del deprezzamento del dollaro sul disavanzo commerciale statunitense, in parte grazie al limitato impatto sui prezzi interni, un ulteriore movimento dei cambi appare pressoché inevitabile. Fra i più ovvi candidati a una rivalutazione figurerebbero il renminbi cinese e altre monete asiatiche a questo collegate. Sebbene le autorità cinesi abbiano buone ragioni di guardare con timore a una rivalutazione – lo stato di salute

del sistema finanziario e i flussi di reddito degli agricoltori cinesi – questi timori potrebbero essere meglio affrontati attraverso provvedimenti interni. Una maggiore flessibilità del tasso di cambio servirebbe anche a frenare i massicci afflussi di capitali che concorrono ai crescenti squilibri interni, minacciando la sostenibilità della lunga fase espansiva dell'economia. Un cambio più flessibile conferirebbe poi alla politica monetaria un margine maggiore per contrastare l'inflazione.

I movimenti dei tassi di cambio reali forniscono un incentivo per un'appropriate riallocazione delle risorse fra i settori *tradable* e *non-tradable*. I vincoli che si frappongono a una siffatta riallocazione dovrebbero essere eliminati. Indipendentemente dalla situazione dell'interscambio, i risultanti cambiamenti strutturali nei paesi con monete in apprezzamento sarebbero benefici anche sul piano interno. In Giappone le esigenze primarie sono l'emancipazione dell'industria dei servizi dalla soffocante regolamentazione che ne comprime i profitti e una maggiore disponibilità a chiudere le società insolventi nel settore dei beni *tradable*. L'Europa continentale è forse la regione dove l'aggiustamento pone le sfide maggiori, giacché i prezzi di molti servizi sono vincolati dalla regolamentazione, i salari relativi sono rigidi e i costi extrasalariali del lavoro elevati. Questi impedimenti andrebbero rimossi. In Cina l'incidenza dei servizi sul PIL si aggira intorno al 30%. Considerando che la quota corrispondente per il Brasile è del 50% circa, è chiaro che vanno compiuti ulteriori passi avanti per eliminare l'eredità della pianificazione centralizzata se si vuole incoraggiare la produzione nel settore *non-tradable*.

Infine, gli Stati Uniti dispongono di una struttura produttiva particolarmente flessibile, ma anch'essi dovranno compiere considerevoli sforzi di aggiustamento. Rilanciare il settore manifatturiero non sarà impresa facile, visto che si è contratto ad appena il 10% del PIL e che i suoi profitti restano mediocri. Il fatto che finora il recente recupero degli investimenti negli Stati Uniti non abbia pressoché interessato il settore dei *tradable* è un altro segnale scoraggiante. L'ostacolo maggiore alla crescita della produzione di beni e servizi commerciabili negli Stati Uniti deriva forse dalla percezione della minaccia concorrenziale proveniente da Cina, India e altri paesi emergenti. Si deve ammettere che questo non è il momento più propizio per cercare di riconquistare quote di mercato a livello internazionale.

Se da un lato è sufficientemente chiaro ciò che occorre fare per risolvere gli squilibri esterni, dall'altro appare altrettanto evidente che molto di tutto ciò non potrà accadere nel breve termine. Una ragione risiede nel conflitto fra gli obiettivi interni di cui si è parlato dianzi. In effetti, persino politiche come quella di riduzione del disavanzo di bilancio statunitense, auspicabile per motivi di ordine sia interno che internazionale, potrebbero facilmente cadere preda di diatribe politiche e interessi radicati. Peggio ancora, le autorità che ascrivono alle politiche altrui la responsabilità degli squilibri esterni, negando la propria, rischiano così facendo di destabilizzare i mercati finanziari e di esacerbare proprio quei problemi che si dovrebbe cercare di risolvere. Ma vi sono anche ragioni di ordine più generale. Non viene prestata sufficiente attenzione agli aspetti sistemici, né adeguatamente riconosciuto che l'azione dettata dal mero interesse individuale possa essere tutt'altro che ottimale.

Quel che ora occorre è un dialogo vero fra tutte le parti coinvolte negli squilibri esterni. Ciascuno deve saper accettare oggi qualche spiacevole compromesso, per evitare domani alternative ben più spiacevoli.

Quadro di riferimento a più lungo termine per la stabilità macrofinanziaria

Una cosa è affrontare i problemi quando si presentano, tutt'altra è concepire una strategia per prevenirli. I cambiamenti di fondo intervenuti nell'economia globale e nei sistemi finanziari e monetari, di cui si è parlato nell'Introduzione di questa Relazione, hanno senz'altro arrecato molti benefici. La sfida che si pone ora consiste nel conciliare questi guadagni di "efficienza" economica prodottisi nel tempo con le possibili azioni volte a ridurre i costi delle periodiche turbative derivanti dall'interazione di tali cambiamenti.

Verso un quadro di stabilizzazione macrofinanziaria a livello nazionale?

Volendo adottare un quadro di stabilizzazione macrofinanziaria, uno dei principi guida dovrebbe essere quello di applicare in modo più simmetrico nell'arco del ciclo tanto la regolamentazione prudenziale quanto la politica monetaria. Tale principio è in analogia con le prescrizioni di politica fiscale che raccomandano di conseguire avanzi di bilancio nelle fasi di espansione al fine di preservare un certo margine di manovra. Nel caso della regolamentazione prudenziale, una maggiore simmetria implicherebbe che la dotazione di capitale venga accresciuta nei periodi di alta congiuntura. Ciò non solo contribuirebbe a frenare gli eccessi creditizi, ma permetterebbe altresì di attingere, entro certi limiti, a tali riserve di capitale nei periodi meno favorevoli, così da attutire l'impatto sull'economia dei connessi vincoli all'erogazione di credito. Anche un inasprimento della politica monetaria di fronte a un'eccessiva espansione creditizia mitigherebbe gli eccessi più deleteri e potrebbe evitare che si renda poi necessario un allentamento radicale che rischi di portare i tassi ufficiali a ridosso della soglia zero. Ciò sarebbe di notevole vantaggio qualora in un siffatto contesto dovesse presentarsi un grado indesiderato di disinflazione.

In pratica, una politica di vigilanza più simmetrica potrebbe essere attuata in vari modi. Ove le autorità fossero convinte che i rischi sistemici stessero raggiungendo livelli pericolosi, esse potrebbero fare ricorso a misure discrezionali, rendendo più stringenti i coefficienti di liquidità, i rapporti fra valore dei prestiti e garanzie, i requisiti per le garanzie collaterali e quelli di costituzione dei margini, nonché i tempi di rimborso. Di fatto, alcuni anni fa provvedimenti di questo genere erano comunemente adottati dalle banche centrali dei paesi industriali, e di recente sono stati utilizzati con buon esito a Hong Kong SAR e altrove. Qualora invece le autorità nutrissero incertezze circa la loro capacità di anticipare scenari problematici, potrebbero basarsi su un qualche indicatore semplice per invitare gli operatori a comportamenti più cauti. In linea di principio sarebbe possibile utilizzare norme prudenziali collegate al tasso di crescita del credito o ai prezzi delle attività per influenzare la valutazione di prezzo del rischio, le rettifiche di valore (per le perdite previste) e gli

accantonamenti a riserva (per quelle impreviste). In Spagna è già stato introdotto un sistema di accantonamento “dinamico” per le perdite su crediti in virtù del quale i fondi rischi devono aumentare in linea con il livello dei finanziamenti, in base all’assunto che le perdite future saranno analoghe a quelle osservate in passato nell’arco dell’intero ciclo economico.

Anche una politica monetaria più simmetrica potrebbe fondarsi sia su criteri discrezionali sia su indicatori normativi semplici. Quanto ai primi, lo scorso anno la Bank of England e la Reserve Bank of Australia hanno ad esempio reso noto che, oltre alla forte espansione della domanda, anche i timori riguardo all’ascesa dei prezzi immobiliari e del debito avevano pesato sulla decisione di innalzare i tassi di interesse. Per ragioni analoghe, la Sveriges Riksbank ha abbassato i tassi di interesse in misura inferiore alle attese, stante che il tasso di inflazione era sceso al disotto dell’obiettivo prefissato. Per ciò che concerne l’utilizzo di indicatori normativi, si può menzionare l’approccio della BCE basato su due pilastri, anche se quel che viene qui suggerito è un po’ diverso: si tratterebbe infatti di impiegare i dati monetari e creditizi come base per contrastare gli eccessi finanziari in generale, e non unicamente le pressioni inflazionistiche.

È assai difficile in pratica individuare il momento in cui gli squilibri finanziari che si vanno formando divengono tali da far prevedere ingenti costi macroeconomici. Nondimeno, un orientamento macrofinanziario dovrebbe come minimo assicurare che l’attenzione delle autorità sia rivolta nella giusta direzione. Coloro cui compete di vigilare sulle debolezze nel settore finanziario si concentrerebbero in modo particolare sulle aree in cui le situazioni di stress rischiano maggiormente di propagarsi. Ciò implica che le banche, in quanto erogatrici di liquidità, dovrebbero giustamente essere oggetto di maggiore attenzione rispetto ad altri intermediari, e che le grandi istituzioni andrebbero monitorate più strettamente di quelle piccole; di fatto, alla luce di tali esternalità, si giustificerebbe *ceteris paribus* l’applicazione di requisiti prudenziali più severi alle istituzioni maggiori. Inoltre, data la crescente importanza assunta dai mercati per quanto concerne sia il finanziamento sia il trasferimento dei rischi, occorrerebbe migliorare ulteriormente la sorveglianza sui mercati stessi e l’analisi degli sviluppi strutturali. Infine, giacché i sistemi di pagamento e regolamento sono per definizione sistemici, il monitoraggio del loro efficace funzionamento verrebbe ad acquistare una rilevanza ancora maggiore.

Anche la valutazione quantitativa degli squilibri sistemici sta facendo progressi. Con riferimento ai dati sottostanti, l’FMI ha proposto una serie di indicatori della solidità finanziaria per i singoli paesi, che il Fondo stesso sta ora sperimentando nel quadro del Financial Sector Assessment Program. Relativamente al monitoraggio, numerose banche centrali hanno iniziato ad analizzare la solidità dei rispettivi sistemi finanziari, nonché le vulnerabilità derivanti dalla situazione finanziaria di imprese e famiglie. Sempre più spesso i risultati di tali analisi sono pubblicati in rapporti sulla stabilità finanziaria. Inoltre, negli ultimi anni vi è stato un netto miglioramento della capacità di giudicare i rischi di crisi bancarie e valutarie con l’ausilio di modelli quantitativi. Le stime degli squilibri interni ed esterni, generalmente definiti come

scostamenti significativi e persistenti delle variabili finanziarie rispetto ai parametri storici, paiono effettivamente avere una certa capacità predittiva.

Al tempo stesso, nonostante i progressi compiuti nell'affinare la nostra capacità di giudizio, permangono notevoli carenze. Grazie ai miglioramenti nell'intermediazione finanziaria sono oggi sostenibili rapporti debito/reddito più elevati che in passato, ed è quindi divenuto più difficile stabilire in termini quantitativi quando essi diventino eccessivi. Per giunta, alcuni dati basilari tendono a essere distorti. I rating esterni e interni, e i parametri di mercato del rischio creditizio possono essere condizionati da ondate di ottimismo o pessimismo. In questi casi, potrebbero fornire indicazioni fuorvianti sui pericoli cui sono esposte in prospettiva talune componenti del sistema. Inoltre, l'impiego di dati aggregati a fini previsionali non permette di cogliere interazioni potenzialmente complesse e non lineari. Dobbiamo approfondire le nostre conoscenze sulla distribuzione dei rischi all'interno del sistema, e sulla probabilità che differenti operatori reagiscano in modo uniforme a shock analoghi. Di fatto, occorrono strumenti migliori per sottoporre a prove di stress l'intero sistema finanziario e valutare il modo in cui gli shock possono retroagire sull'economia reale, causando a loro volta una nuova serie di contraccolpi sul sistema finanziario, e così via. Niente di tutto ciò è facile da realizzare.

Come potrebbero reagire i responsabili delle politiche, nell'ipotesi che gli organismi competenti concordassero sull'emergere di uno squilibrio problematico? Il primo passo consisterebbe in dichiarazioni concertate di monito. La minaccia di una reazione di parte ufficiale potrebbe indurre sia i creditori che i debitori a rivedere le proprie strategie di investimento. Qualora si giudichi poi necessario agire, su base discrezionale, verrebbe fatto ricorso *in primis* alla regolamentazione prudenziale nel caso in cui si ritenga che sia stata in qualche modo intaccata la solidità del sistema finanziario. A questo riguardo, un importante nuovo postulato per la vigilanza, che discende dall'interesse al funzionamento del sistema nel suo insieme, è che essa dovrebbe prestare la dovuta attenzione al problema noto come "fallacia della composizione". Infatti, quella che può essere una raccomandazione appropriata per una singola istituzione non è necessariamente tale a livello di intero sistema. Per converso, sarebbe impiegata in prima istanza la politica monetaria laddove i timori riguardino principalmente la crescente esposizione dei debitori e si giudichi che il sistema finanziario sia ancora in buone condizioni di salute.

Quanto agli assetti istituzionali, il principale rischio insito nella separazione della funzione di vigilanza da quelle di banca centrale è la possibilità che questioni rilevanti ai fini della stabilità macrofinanziaria passino tra le maglie del sistema, ossia che i diversi organismi si accorgano dell'insorgere dei problemi, ma presumano che sia qualcun altro a farsene carico. Un modo per evitare questo rischio consisterebbe nel tenere regolari incontri fra alti esponenti delle banche centrali, degli organi di vigilanza e dei ministeri finanziari allo scopo di esaminare assieme gli eventi e di individuare i potenziali problemi. A livello internazionale, un consesso di questo tipo peraltro esiste già – il Forum per la stabilità finanziaria –, mentre in molti casi non vi è nulla di simile a livello nazionale. Nei paesi in cui gruppi multilaterali di questo genere sono stati istituiti per facilitare la gestione e la risoluzione di crisi, la via più

semplice sarebbe quella di estendere il loro mandato anche alla prevenzione delle crisi.

Quali ostacoli pratici potrebbero frapporsi all'istituzione di un siffatto quadro? E come sarebbe possibile rimuoverli? Forse il più importante ostacolo sarebbe semplicemente la mancata convinzione che gli squilibri interni comportino rischi per l'economia o per il sistema finanziario, unitamente allo scetticismo circa la possibilità di individuarli in anticipo. Insomma, il nuovo quadro potrebbe non essere ritenuto necessario, né efficace. Eppure la prima argomentazione perde ogni valore ove si accetti una strategia di ottimizzazione minimax, che mira precisamente a evitare gli esiti veramente nefasti in un contesto di grande incertezza. In effetti, l'onere della giustificazione verrebbe così a ricadere su coloro che sono disposti ad accettare i rischi a più lungo termine associati a politiche fortemente discoste dai parametri storici. Quanto alla possibilità di individuare gli squilibri, essa trarrebbe senz'altro beneficio da più approfondite ricerche su quella che appare purtroppo come una sempre più lunga serie storica di crisi finanziarie.

Che cosa impedirebbe in particolare agli organi di vigilanza di agire nel modo preconizzato dal nuovo quadro? Anzitutto, dopo decenni di attività incentrata sulle singole istituzioni, alcuni potrebbero non condividere l'idea che l'instabilità finanziaria possa emergere anche quando queste appaiono solide. Secondariamente, gli organi di vigilanza non hanno generalmente i poteri necessari per agire nei modi sopra citati. Riguardo al primo aspetto, va notato che la cultura della vigilanza è già cambiata in misura considerevole, e potrebbe mutare ulteriormente per effetto della più regolare interazione con le altre istanze coinvolte nelle questioni sistemiche. Quanto al secondo, i poteri necessari potrebbero essere ottenuti se i legislatori si convincessero dell'opportunità di accordarli. Ciò può forse apparire improbabile, ma non va dimenticato che negli anni sessanta e settanta la lotta all'inflazione godeva di ben scarso sostegno presso l'opinione pubblica. Oggi, invece, la sua desiderabilità è riconosciuta quasi universalmente.

Nel caso delle banche centrali, quali fattori potrebbero impedire loro di operare come dettato dal nuovo quadro? Il primo e più importante ostacolo deriva dalla possibilità che si percepisca un potenziale conflitto con il desiderio di stabilizzare l'inflazione a un basso livello positivo, come nel caso in cui l'inflazione fosse sotto controllo ma la nuova strategia richiedesse un inasprimento monetario. Forse la prima domanda che ci si può porre è se il mantenimento di una bassa inflazione positiva sia veramente auspicabile in presenza di perduranti shock positivi dal lato dell'offerta. Tale questione analitica fu oggetto di animato dibattito nel periodo fra le due guerre e merita di essere riconsiderata. Ma anche supponendo che questo obiettivo rimanga valido, non dovrebbe essere difficile adattare gli attuali regimi orientati al controllo dell'inflazione in modo che tengano conto delle preoccupazioni riguardo agli squilibri finanziari interni. Contrastare gli eccessi finanziari in un contesto di bassa inflazione equivale a contrastare la deflazione sul più lungo periodo necessario affinché gli eccessi si esauriscano. In pratica, una banca centrale potrebbe normalmente condurre la politica monetaria nella stessa maniera in cui lo fa oggi; tuttavia, essa segnalerebbe anche chiaramente, attraverso il

monitoraggio pubblico degli indicatori di stabilità finanziaria, che la sua azione verrebbe all'occorrenza impostata così da tener conto di queste considerazioni a più lungo termine per la stabilità dei prezzi.

Verso un quadro di stabilizzazione macrofinanziaria a livello internazionale?

In un certo senso stupisce che gli squilibri finanziari interni non occupino una posizione più preminente fra le priorità delle politiche, visto che quelli internazionali sono da secoli fonte di preoccupazione. In effetti, le passate versioni dei sistemi monetari internazionali erano tutte concepite in modo da impedire che tali squilibri diventassero pericolosamente incontrollabili. Ad esempio, il regime del *gold standard* incorporava un processo (non sempre agevole) di aggiustamento automatico degli squilibri commerciali. Nel quadro della cosiddetta "impossibile trinità", i paesi mantenevano la parità di cambio fissa e la libera circolazione dei capitali, rinunciando però all'indipendenza monetaria nell'interesse della disciplina sistemica. Nel sistema di Bretton Woods essi avevano cambi fissi e politiche monetarie autonome, ma non la libertà di movimento dei capitali. L'FMI svolgeva essenzialmente un ruolo di arbitro, imponendo disciplina soprattutto ai paesi con ampi disavanzi esterni. In seguito, dopo che la progressiva liberalizzazione dei flussi di capitali ebbe portato alla caduta del sistema, ci si basò sull'assunto che i tassi di cambio fluttuanti avrebbero costituito il meccanismo attraverso il quale gli squilibri commerciali sarebbero stati ridotti prima che raggiungessero proporzioni destabilizzanti. Ma di fronte alle dimensioni degli attuali squilibri di parte corrente, fra cui spicca quello degli Stati Uniti, tale assunto viene sempre più messo in discussione. Come già detto, si teme soprattutto che un brusco calo della domanda di attività denominate in dollari generi instabilità sui mercati finanziari globali, oppure che si moltiplichino le pressioni protezionistiche.

A questo punto si tratta di vedere quali caratteristiche dell'attuale sistema monetario e finanziario internazionale abbiano concorso a tale esito, e come queste possano essere modificate in modo da evitare problemi futuri. A quanto pare, la questione di fondo è che non disponiamo più di un sistema che in qualche modo costringa i paesi a modificare i livelli relativi di assorbimento interno, e i connessi rapporti di cambio, così da ridurre ordinatamente gli squilibri esterni. Varie importanti economie creditrici, specie in Asia, hanno compiuto sforzi notevoli per contenere il valore delle proprie monete rispetto al dollaro, impedendo così la necessaria correzione verso il basso della valuta americana in termini effettivi. In definitiva, oggi non abbiamo un vero sistema di cambi fluttuanti, e al tempo stesso siamo ben lontani dal sistema di Bretton Woods. I principi di aggiustamento dell'FMI non hanno mai avuto molta influenza sui paesi creditori e, con ogni probabilità, ne hanno ancor meno oggi. Anche se a rigor di logica è possibile che le misure di politica economica volte a ridurre gli squilibri interni, sia nei paesi creditori che in quelli debitori, riescano a correggere anche quelli esterni, ciò non dovrebbe essere dato per scontato. In realtà, è poco probabile che così avvenga. Dobbiamo pertanto domandarci se vi siano cambiamenti istituzionali che meritano di essere raccomandati al fine di rafforzare il processo di aggiustamento internazionale. Tre sono le possibilità ipotizzabili.

Anzitutto, si potrebbe considerare il ritorno a un sistema più regolamentato. Vari accademici hanno suggerito l'istituzione di una moneta unica internazionale. Nel quadro dell'impossibile trinità, ciò implicherebbe che le autorità nazionali rinuncino al controllo monetario interno e rimuovano i vincoli ancora esistenti sui movimenti dei capitali. Un'alternativa più realistica potrebbe essere quella di creare un ristretto numero di blocchi valutari più formalizzati (basati, ad esempio, sul dollaro, sull'euro e sul renminbi/yen), i cui cambi dovrebbero naturalmente poter fluttuare in modo più libero l'uno rispetto all'altro. Nemmeno un tale sistema eviterebbe tuttavia la possibilità di eccessivi flussi di capitale indotti da un erroneo ottimismo riguardo a questo o quel blocco valutario, che potrebbero causare variazioni abnormi dei tassi di cambio e una connessa allocazione distorta delle risorse a livello internazionale. Sul piano pratico, le economie asiatiche stanno istituendo contatti e procedure più formali per la cooperazione monetaria regionale. Tuttavia, esse sono ancora lontane non solo dalla creazione di una moneta unica, ma anche da qualcosa di paragonabile agli accordi di cambio che hanno preceduto l'euro.

Una seconda possibilità sarebbe l'adozione di un sistema più simile a quello di Bretton Woods. La storia insegna che esso potrebbe funzionare senza attriti soltanto se i movimenti di capitali fossero soggetti a controlli più stringenti di quelli attuali, cosa che già di per sé comporterebbe dei costi. Inoltre, occorrerebbe attribuire poteri assai maggiori all'FMI affinché questo possa indurre i paesi creditori e debitori a fare la propria parte nel processo di aggiustamento internazionale. Ciò potrebbe, a sua volta, ridurre l'incentivo ad accumulare massicce riserve quale forma di autoassicurazione. Ovviamente, non sarebbe per nulla facile persuadere i paesi, specie quelli maggiori, a rinunciare spontaneamente in questo modo a parte della loro sovranità.

La terza possibilità, la più promettente nel mondo reale, sarebbe quella di considerare soluzioni cooperative informali, riconoscendo le interdipendenze e l'esigenza di evitare circostanze che possano condurre a turbative sistemiche. Come minimo, ciò presupporrebbe un regolare scambio di vedute fra i grandi paesi creditori e debitori per valutare se stiano sorgendo problemi e, in caso affermativo, quali politiche possano porvi rimedio. Sempre nel quadro dell'impossibile trinità, ciò significherebbe che, all'occorrenza, le autorità dovrebbero accettare che taluni aspetti del loro comportamento sottostiano a vincoli. Tuttavia, così come per gli squilibri interni, non andrebbero sottovalutati gli ostacoli all'azione derivanti da differenti percezioni del rischio sistemico, da differenti culture e modelli analitici, o dal mero interesse nazionale.

Riassumendo, tutte le scelte di politica economica comportano *trade-off* e discrezionalità; quelle nell'area della stabilità macrofinanziaria non fanno eccezione. Da un lato, il più stabile contesto macroeconomico in cui abbiamo vissuto durante gli ultimi vent'anni e le politiche che lo hanno reso possibile hanno prodotto incontestabili benefici. Dall'altro, non è difficile trovare conferme di tensioni incipienti, e non si possono escludere problemi futuri. Quel che si vuole suggerire in questa sede è che gli squilibri finanziari sia

interni sia internazionali richiedono un'attenzione più sistematica, e ciò può essere realizzato mediante un adattamento in chiave evolutiva del quadro attuale delle politiche. Certo, è un cammino non privo di ostacoli, ma agli occhi di quanti ritengono che vi sia un problema da risolvere essi non dovrebbero apparire insormontabili.

Indice

Organizzazione, governance, attività della Banca	173
Organizzazione e governance della Banca	173
<i>La BRI, la Direzione, gli azionisti</i>	173
<i>Organigramma della BRI al 31 marzo 2005</i>	175
Promozione della cooperazione finanziaria e monetaria internazionale:	
contributi diretti della BRI nel 2004/05	175
<i>Settantacinque anni di cooperazione fra banche centrali</i>	175
<i>Consultazioni periodiche su questioni monetarie e finanziarie</i>	176
<i>Altre aree di cooperazione tra banche centrali sotto l'egida della BRI</i>	177
<i>Uffici di rappresentanza</i>	182
<i>Istituto per la stabilità finanziaria</i>	183
Promozione della stabilità finanziaria per il tramite dei comitati permanenti	184
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	184
<i>Comitato sul sistema finanziario globale</i>	186
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i>	187
<i>Comitato sui mercati</i>	188
<i>Central Bank Counterfeit Deterrence Group</i>	189
Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata	189
<i>Gruppo dei Dieci</i>	189
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i>	190
<i>Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa</i>	191
<i>Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi</i>	192
Servizi finanziari della Banca	193
<i>Servizi bancari</i>	193
<i>Operazioni del Dipartimento bancario nel 2004/05</i>	194
<i>Grafico: Investimenti della clientela, per strumento</i>	195
<i>Funzioni di agente e fiduciario</i>	195
Questioni istituzionali e amministrative	196
<i>Riacquisto e redistribuzione delle azioni BRI</i>	196
<i>Questioni amministrative</i>	197
Utile netto e sua ripartizione	200
<i>Utile netto</i>	200
<i>Proposta di ripartizione dell'utile netto per l'esercizio finanziario</i>	201
<i>Relazione dei Revisori dei conti</i>	202
Consiglio di amministrazione	203
Dirigenti della Banca	204
Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione	204
Banche centrali membri della BRI	206
Situazioni dei Conti	207
Situazione patrimoniale	208
Conto profitti e perdite	209
Rendiconto finanziario	210
Ripartizione degli utili	211
Evoluzione delle riserve statutarie della Banca	211
Evoluzione del capitale della Banca	212
Note relative ai Conti	213
Relazione dei Revisori dei conti	237
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni	238

Organizzazione, governance, attività della Banca

Questa sezione traccia un quadro generale dell'organizzazione interna e del governo societario della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), e passa in rassegna le attività che la BRI e i gruppi internazionali da essa ospitati hanno svolto nell'anno trascorso. Tali attività attengono alla promozione della cooperazione tra banche centrali e altre autorità finanziarie, e all'offerta di servizi finanziari alle banche centrali clienti.

Organizzazione e governance della Banca

La BRI, la Direzione, gli azionisti

La BRI è un'organizzazione internazionale che promuove la cooperazione monetaria e finanziaria a livello mondiale e funge da banca delle banche centrali. Ha sede in Basilea (Svizzera) e dispone di due Uffici di rappresentanza, a Hong Kong (Regione amministrativa a statuto speciale della Repubblica popolare cinese) e a Città del Messico. Il personale della Banca consta attualmente di 560 unità provenienti da 49 paesi.

La BRI adempie al proprio mandato configurandosi come:

- consesso volto a promuovere il dibattito e a facilitare i processi decisionali tra banche centrali, nonché a stimolare il dialogo con altre autorità responsabili in materia di stabilità finanziaria;
- centro di 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 BRI ospita inoltre i segretariati di vari comitati e organismi che operano per la promozione della stabilità finanziaria, ossia:

- 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; istituiti nel corso degli ultimi quarant'anni dai Governatori delle banche centrali del G10, godono di notevole autonomia nel fissare l'ordine dei lavori e nell'organizzare le loro attività;
- il Forum per la stabilità finanziaria, l'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza sulle assicurazioni e l'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi; sono organizzazioni indipendenti che non riferiscono direttamente alla BRI o alle banche centrali suoi membri.

Maggiori dettagli sul ruolo e sulle attività recenti di questi organismi sono forniti in seguito.

La Banca si compone di tre dipartimenti principali: il Dipartimento monetario ed economico, il Dipartimento bancario e il Segretariato generale. A questi si aggiungono il Servizio giuridico, le unità di Conformità, Audit interno e Controllo rischi e l'Istituto per la stabilità finanziaria, che contribuisce alla diffusione di norme e prassi ottimali destinate alle autorità di vigilanza del settore finanziario in tutto il mondo.

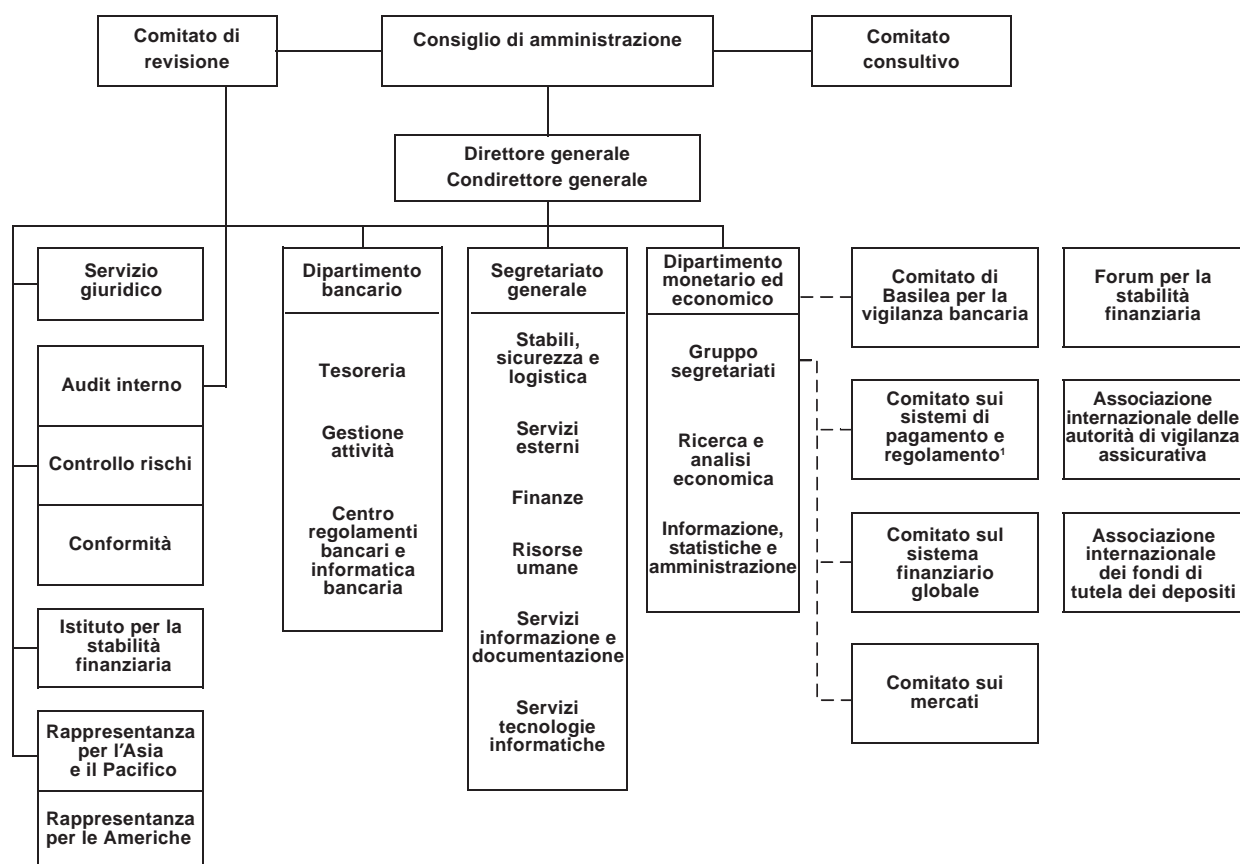
I tre più importanti organi di governo e amministrazione della Banca sono:

- l'Assemblea generale, cui partecipano attualmente 55 banche centrali e autorità monetarie membri con diritto di voto e di rappresentanza. L'Assemblea generale ordinaria si tiene nei quattro mesi successivi alla chiusura dell'esercizio finanziario della Banca, fissata al 31 marzo. Nel 2004 erano presenti 113 banche centrali, di cui 93 a livello di Governatore, nonché 19 istituzioni internazionali attraverso i loro delegati;
- il Consiglio di amministrazione, composto al momento di 17 membri, le cui funzioni principali includono la determinazione degli indirizzi riguardo a strategie e politiche della Banca e la sorveglianza sulla Direzione. Nell'espletamento dei suoi compiti, il Consiglio è coadiuvato dal Comitato di revisione e dal Comitato consultivo, cui prendono parte alcuni Consiglieri;
- il Comitato esecutivo, presieduto dal Direttore generale e composto dal Condirettore generale, dai Capi di Dipartimento e da altri dirigenti di grado analogo nominati dal Consiglio di amministrazione. Svolge funzioni consultive per il Direttore generale su tutte le questioni rilevanti che interessano la BRI nel suo insieme.

Lo scorso anno la Banca ha intrapreso un'analisi della sua *governance*, intesa a determinarne il grado di aderenza ai principi di sano governo societario vigenti, tenendo in debita considerazione le caratteristiche specifiche e la missione della BRI in quanto organizzazione internazionale. L'indagine ha messo in luce alcune divergenze fra lo Statuto della Banca e le sue attuali prassi di governo societario, da cui deriverebbe una scarsa trasparenza riguardo alla distribuzione delle responsabilità decisionali all'interno dell'organizzazione. Di conseguenza, il Consiglio di amministrazione ha istituito un comitato composto da suoi membri con l'incarico di formulare proposte concrete. Il comitato ha raccomandato una serie di emendamenti allo Statuto della Banca, che sono stati avallati dal Consiglio. Essi tendono essenzialmente ad accrescere la trasparenza della *governance* della Banca, allineando lo Statuto alle esistenti prassi di governo societario. Su proposta del Consiglio, tali emendamenti saranno sottoposti all'approvazione delle banche centrali membri in occasione di un'Assemblea generale straordinaria che si terrà alla stessa data dell'Assemblea ordinaria per il 2005.

In chiusura di questa sezione figurano l'elenco delle banche centrali membri, dei Consiglieri e dei Dirigenti e una descrizione dei recenti avvicendamenti in seno al Consiglio di amministrazione e alla Direzione.

Organigramma della BRI al 31 marzo 2005



¹ 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 2004/05

Settantacinque anni di cooperazione fra banche centrali

Nel 2005 ricorre il 75° anniversario della fondazione della BRI. Istituita in applicazione degli accordi conclusi alla Seconda Conferenza dell'Aia del 20 gennaio 1930, la Banca divenne ufficialmente operativa in Basilea il 17 maggio 1930. Per celebrare l'avvenimento la BRI ha previsto una serie di iniziative. In maggio la Cambridge University Press ha dato alle stampe *Central bank cooperation at the Bank for International Settlements, 1930-1973*, uno studio indipendente commissionato dalla Banca nel 1999 e realizzato da Gianni Toniolo (Professore ordinario di Storia economica presso l'Università degli Studi di Roma "Tor Vergata") con la collaborazione di Piet Clement (storico della BRI). Per l'occasione, la Banca organizza una conferenza accademica a invito sul tema "Passato e futuro della cooperazione fra banche centrali".

Nel quadro delle celebrazioni la BRI sta inoltre allestendo la sua prima mostra aperta al pubblico, intitolata *this is the biz*, che si terrà per due

settimane a Basilea nella Torre dove ha sede la Banca. La mostra ripercorre le origini della BRI, traccia la sua evoluzione da istituzione prevalentemente europea a organismo attivo a livello mondiale, e ne illustra l'attuale ruolo di promotrice della cooperazione fra banche centrali e altri organismi ufficiali con responsabilità in materia di stabilità monetaria e finanziaria.

Consultazioni periodiche su questioni monetarie e finanziarie

I Governatori e gli alti funzionari delle banche centrali membri della BRI si riuniscono con cadenza bimestrale in una serie di incontri per discutere gli andamenti e le prospettive mondiali in campo economico e finanziario, oltreché per scambiare pareri ed esperienze su argomenti di particolare interesse e rilevanza per le banche centrali. Queste riunioni rappresentano uno dei principali strumenti con cui la Banca incoraggia la cooperazione all'interno della comunità di banche centrali. La BRI organizza inoltre, periodicamente o *ad hoc*, vari altri incontri destinati agli alti funzionari delle banche centrali, cui sono talvolta invitati a contribuire esponenti di altre autorità finanziarie, del settore finanziario privato e del mondo accademico.

Il Global Economy Meeting, cui partecipano i Governatori delle principali economie industriali ed emergenti, è dedicato al monitoraggio degli andamenti economici e finanziari e alla valutazione dei rischi e delle opportunità per l'economia mondiale e i mercati finanziari. La riunione dei Governatori dei paesi del G10 e quella dei Governatori delle principali economie di mercato emergenti (quest'ultima istituita nel marzo 2005 e programmata tre volte l'anno) spesso affrontano tematiche congiunturali di particolare rilevanza per i rispettivi gruppi di economie. Nel caso del G10, questo incontro è altresì l'occasione per discutere di aspetti attinenti al lavoro dei comitati permanenti di banche centrali ospitati presso la Banca.

Nel gennaio 2004 è stato istituito il Review Meeting, con lo scopo di aggiornare i Governatori delle banche centrali non direttamente coinvolte nei lavori dei comitati e degli altri organismi ospitati dalla Banca in merito all'operato di questi ultimi. All'occorrenza, esso consente di approfondire temi di diretta rilevanza per queste banche centrali. Nel periodo in esame sono stati trattati i seguenti argomenti:

- il mutevole contesto dei tassi di interesse nelle economie emergenti;
- banche centrali e settore assicurativo;
- questioni relative all'applicazione del Basilea 2;
- individuazione delle vulnerabilità nei mercati emergenti;
- banche centrali e prevenzione della contraffazione di banconote;
- statistiche finanziarie internazionali della BRI.

Infine, le seguenti questioni di natura più strutturale e di interesse generale per l'intero gruppo di banche centrali membri della BRI sono state affrontate nell'All Governors Meeting:

- evoluzione del ruolo delle agenzie di rating nei mercati finanziari;
- "eccesso" di liquidità a livello mondiale: un problema con implicazioni sul piano delle politiche?
- dotazione patrimoniale ottimale per le banche centrali;

- struttura e funzionamento degli organi decisionali di politica monetaria;
- un nuovo sistema monetario mondiale all'orizzonte?

Nell'analisi degli aspetti connessi con la stabilità finanziaria, i Governatori ritengono importante confrontarsi con i responsabili degli organi di vigilanza, di altre autorità finanziarie e con esponenti di alto livello del settore finanziario privato. La Banca organizza periodicamente dibattiti informali fra esponenti del settore pubblico e di quello privato incentrati sui comuni interessi nella promozione e nel mantenimento di un sistema finanziario solido e ben funzionante. Durante l'anno trascorso sono state discusse, in particolare, le implicazioni della crescita degli *hedge fund* per il settore finanziario e l'accresciuta attenzione delle banche commerciali verso l'attività al dettaglio.

Fra gli incontri organizzati con minore frequenza per gli alti esponenti delle banche centrali si segnalano:

- la riunione biennale degli economisti delle banche centrali, che nell'ottobre 2004 si è occupata del nesso fra tassi di cambio e politica monetaria;
- le riunioni dei gruppi di lavoro sulla politica monetaria a livello locale, tenute non soltanto a Basilea ma anche presso varie banche centrali in Asia, Europa centrale e orientale e America latina;
- la riunione dei Sostituti dei Governatori delle economie di mercato emergenti, che quest'anno ha preso in esame gli interventi sui mercati valutari.

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

Attività di ricerca

Oltre a fornire materiale di base per gli incontri degli alti esponenti di banche centrali e servizi di segretariato a vari comitati, la BRI contribuisce alla cooperazione monetaria e finanziaria internazionale con i propri lavori di ricerca e analisi su temi di rilevanza per le banche centrali e, in misura sempre maggiore, per le autorità di supervisione finanziaria. Gli studi trovano diffusione nelle pubblicazioni periodiche della Banca, quali la *Relazione annuale* e la *Rassegna trimestrale BRI*, nelle collane *BIS Papers* e *Working Papers*, nonché sulla stampa specializzata, e sono in gran parte disponibili sul sito internet della BRI (www.bis.org). Fra gli argomenti affrontati nell'anno trascorso figurano:

- misurazione e prezzaggio del rischio di credito relativo ai singoli mutuatari, al settore finanziario e ai paesi nel loro insieme ("rischio paese") e suo riflesso nelle decisioni delle imprese finanziarie e dei mercati più in generale;
- andamento dei prezzi degli immobili, specie di quelli residenziali, e relative implicazioni per l'economia e il settore finanziario;
- necessità di coordinamento fra politica monetaria e vigilanza prudenziale.

Anche lo scorso anno la BRI ha organizzato eventi *ad hoc* intesi ad approfondire i contatti con il mondo accademico. Nel giugno 2004 ha ospitato una conferenza sul tema "Capire la bassa inflazione e la deflazione", in cui si sono analizzate le forze economiche alla base di questi andamenti e le rispettive implicazioni sul piano delle politiche; in settembre si è tenuto un

seminario sul *pricing* del rischio di credito, che ha fatto il punto sugli ultimi sviluppi in materia.

Un'ulteriore iniziativa internazionale avviata nel periodo sotto rassegna è stata la fondazione di una nuova rivista economica, *l'International Journal of Central Banking*, che gode del patrocinio della BRI e di numerose banche centrali. Obiettivo primario della rivista è quello di contribuire alla divulgazione di lavori di alto livello e rilevanza sul piano delle politiche, a opera di ricercatori interni ed esterni alle banche centrali, e dedicati ad argomenti di interesse per queste ultime. Il numero inaugurale è uscito nel maggio 2005.

Cooperazione in ambito statistico

Lo scorso anno la BRI ha coordinato la quinta Indagine triennale sui mercati dei cambi e dei derivati, cui hanno preso parte complessivamente 52 banche centrali. L'Indagine offre dati esaurienti (in base all'ubicazione dell'entità venditrice) sul volume degli scambi in tali mercati nell'aprile 2004 e sugli ammontari consolidati in essere a fine giugno dello stesso anno. Il rapporto finale è stato pubblicato nel marzo 2005.

Di concerto con le banche centrali dei paesi del G10, dove le banche commerciali sono soggetti attivi sui mercati derivati *over-the-counter* (OTC), la BRI si è impegnata a migliorare la raccolta, la compilazione e la pubblicazione di statistiche aggregate semestrali su questo comparto. La rilevazione dei dati sui *credit default swap* è cominciata alla fine del 2004. Sempre a partire da quel periodo, la BRI ha altresì iniziato a segnalare informazioni sul grado di concentrazione degli scambi nei vari segmenti dei mercati OTC.

La Banca ha preso contatto con una serie di altre banche centrali e autorità monetarie, anche di centri *offshore*, affinché si uniscano alle 38 istituzioni omologhe che già segnalano i dati nazionali aggregati sulle operazioni di impiego e di provvista delle banche con operatività internazionale rientranti nelle rispettive giurisdizioni. A partire da fine 2004 tali statistiche sono fornite sia su una base di bilancia dei pagamenti sia in forma consolidata a livello mondiale. Questa seconda modalità offre informazioni più dettagliate sulle esposizioni in base al rischio ultimo, compresi dati sulle posizioni fuori bilancio.

La copertura geografica delle statistiche sulle emissioni interne di titoli è stata estesa a cinque nuovi paesi dichiaranti, portando il totale a 47. Inoltre, la BRI ha accettato di contribuire all'archivio centralizzato dei titoli (Centralised Securities Database, CSDB) della BCE, le cui informazioni andranno a integrare quelle sui 700 000 titoli internazionali già incluse nella banca dati della BRI.

Le statistiche BRI sull'attività bancaria e sui mercati mobiliari formano parte delle Joint External Debt Statistics, che raggruppano i dati sul debito estero dei singoli paesi rilevabili dalle segnalazioni dei creditori. Lo scorso anno la *task force* interistituzionale sulle statistiche finanziarie (Inter-Agency Task Force on Finance Statistics), cui partecipa anche la Banca, ha lavorato alla creazione di un nuovo polo congiunto per le statistiche sul debito estero, il Joint External Debt Hub, nel quale confluiranno sia statistiche più esaurienti segnalate dai creditori, sia dati forniti dai paesi debitori.

Per il tramite della BIS Data Bank, una banca dati nella quale figurano statistiche nazionali approfondite concernenti anche altre variabili economiche,

monetarie e finanziarie, la BRI mette a disposizione delle banche centrali partecipanti dati dettagliati in formato elettronico tratti dalle sue statistiche internazionali. Lo scorso anno due nuove banche centrali hanno aderito alla banca dati, innalzando a 34 il numero delle istituzioni partecipanti da tutte le principali aree geografiche mondiali. La BIS Data Bank ha continuato ad ampliarsi anche a livello di contenuti, con la copertura addizionale dei dati su conti finanziari, indicatori macroprudenziali e prezzi immobiliari. Agli inizi del 2005 tutte le altre banche centrali membri della BRI sono state invitate a partecipare alla BIS Data Bank fornendo segnalazioni in merito a un numero ristretto di importanti indicatori statistici per i rispettivi paesi.

Nel settembre 2004 la Banca ha ospitato la seconda conferenza dell'Irving Fisher Committee on Central-Bank Statistics (IFC), dedicata ai temi: indici dei prezzi; prodotto, *output gap* e produttività; conti finanziari. I risultati delle discussioni sono apparsi in vari bollettini dell'IFC. Nell'aprile 2005 sono stati pubblicati nella collana *BIS Papers* gli atti di una conferenza sugli indicatori immobiliari per l'analisi della stabilità finanziaria, patrocinata congiuntamente dalla BRI e dall'FMI.

Progressi significativi sono stati realizzati nell'ambito della cooperazione internazionale in materia di formati elettronici standard per lo scambio di informazioni statistiche. Nel contesto dell'iniziativa Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX), cui la Banca collabora insieme a Banca mondiale, BCE, Eurostat, FMI, OCSE e ONU, è stata concordata la prima versione di una serie di norme per lo scambio di informazioni statistiche via Internet. Pubblicate nel settembre 2004 sul sito dell'SDMX (www.sdmx.org), queste norme sono state approvate nell'aprile 2005 quale specifica tecnica dall'International Organization for Standardization (ISO), entrando così a far parte della famiglia degli standard internazionali. Inoltre, è stato avviato un dialogo con il consorzio XBRL International, che ha sviluppato standard analoghi per la rendicontazione finanziaria, al fine di garantire il massimo livello possibile di compatibilità fra i regimi per lo scambio di dati statistici e quelli per la condivisione di informazioni contabili.

Governance delle banche centrali

L'obiettivo delle attività svolte dalla BRI in quest'area è quello di contribuire a rafforzare l'impianto istituzionale e il funzionamento delle banche centrali in quanto enti di interesse pubblico. Queste attività, improntate al principio secondo cui le soluzioni adottate nei singoli paesi devono rispecchiarne lo specifico contesto economico, istituzionale e storico, sono realizzate sotto l'egida del Central Bank Governance Group, il quale discute ad alto livello le questioni di governo societario e soprintende al lavoro di raccolta dei dati condotto dal Network on Central Bank Governance.

Il Governance Group è un gruppo di rappresentanza dei Governatori di un'ampia gamma di banche centrali. Ai suoi incontri sono occasionalmente invitati i Governatori di altre istituzioni omologhe per dibattere argomenti di particolare interesse per queste ultime. Durante l'anno sotto rassegna esso ha analizzato, *inter alia*, i servizi offerti dalle banche centrali alle pubbliche amministrazioni, la natura e le modalità di gestione dei rischi finanziari cui

sono esposte le banche centrali, la tutela giuridica di cui le banche centrali necessitano per assolvere al loro mandato. Conformemente alla volontà del Gruppo, la BRI assegna priorità alle questioni di cruciale importanza per l'efficace operatività di autorità monetarie indipendenti e responsabili.

Il Network on Central Bank Governance si estende oggi a oltre 45 importanti banche centrali e autorità monetarie di tutto il mondo, le quali contribuiscono attivamente alla raccolta di informazioni utilizzabili per rafforzare le rispettive istituzioni, quali quelle sui mandati, i poteri, l'operatività e le disposizioni concernenti la responsabilità delle banche centrali per il loro operato.

Gruppo di esperti di informatica delle banche centrali del G10

Nel giugno 2004 si è tenuta presso la Banca nazionale svizzera la 12ª edizione di "Automation Days", la conferenza triennale del Gruppo di esperti di informatica. Le presentazioni e i dibattiti della conferenza hanno riguardato la gestione e l'organizzazione delle unità preposte alla funzione informatica, la sicurezza, l'approvvigionamento in software e la gestione delle informazioni. In questi ambiti si palesano varie tendenze:

- il crescente interesse verso l'individuazione e l'introduzione di meccanismi più efficaci per la *governance* in ambito informatico;
- il maggiore utilizzo di Internet per la comunicazione di informazioni alla clientela esterna e ad altri organismi, nonostante i rischi significativi che ciò comporta;
- il più diffuso ricorso all'esternalizzazione per rispondere all'accresciuta domanda di sistemi e servizi nel rispetto dei vincoli di organico;
- l'adozione da parte di molte banche centrali di sistemi di gestione delle informazioni e connesse difficoltà di ordine tecnico e organizzativo poste in particolare dalle tecnologie per la gestione documentale.

Fra le altre tematiche discusse agli incontri semestrali del Gruppo di esperti figurano la pianificazione della continuità operativa, le strategie in ambito informatico (e le loro ripercussioni sull'assetto organizzativo), i principali progetti infrastrutturali e applicativi in corso.

Dedicato all'analisi delle questioni di sicurezza informatica, il Working Party on Security Issues fornisce un importante contributo all'attività generale del Gruppo di esperti. Lo scorso anno esso ha ad esempio predisposto un rapporto dettagliato sui problemi di sicurezza collegati al rapido aumento dell'utilizzo di apparecchiature mobili, quali computer portatili e palmari, da parte del personale delle banche centrali.

Audit interno

Dal 1986 i revisori interni delle banche centrali del G10 si incontrano periodicamente per condividere le esperienze e le conoscenze professionali maturate ed esaminare nuove tematiche e nuove sfide. I principali argomenti in discussione sono generalmente connessi con le norme internazionali in materia di audit interno e con la persistente esigenza di potenziare la funzione di controllo rischi presso le banche centrali. Due volte l'anno l'unità di Audit interno della BRI organizza e ospita la riunione del Working Party on IT Audit Methodologies del G10.

Nel giugno 2004 la BRI ha partecipato alla 18ª Conferenza annuale dei Capi degli ispettorati interni delle banche centrali del G10, tenutasi presso la Banca d'Italia. La Conferenza si è occupata in particolare dei temi seguenti: ruolo dell'audit interno nella promozione dell'etica e nella sensibilizzazione all'etica in seno alle organizzazioni; implicazioni del Sarbanes-Oxley Act; funzione consultiva dell'audit interno; audit interno e *governance* in ambito informatico; audit della gestione della continuità operativa.

In seguito a una serie di incontri con i Capi degli ispettorati interni delle banche centrali e autorità monetarie della regione Asia-Pacifico, l'unità di Audit interno della BRI ha istituito una rete di contatti e di scambio di informazioni con tali istituzioni.

Cooperazione con i gruppi regionali di banche centrali

La cooperazione con i vari gruppi regionali di banche centrali costituisce un'utile piattaforma per la diffusione di informazioni e l'intensificazione dei contatti con le banche centrali che non partecipano direttamente alle attività della BRI. In questo spirito, e congiuntamente con i gruppi regionali, la Banca ha organizzato diverse iniziative, fra cui:

- vari incontri con le banche centrali del Sud-Est asiatico (SEACEN), con la partecipazione di relatori della BRI;
- una riunione congiunta con le banche centrali della Southern African Development Community (SADC) agli inizi del 2005;
- eventi occasionali in collaborazione con il Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA); la BRI ha inoltre curato varie presentazioni in occasione di conferenze e convegni del CEMLA.

La Banca ha continuato a fornire il suo sostegno al Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion (CESAG) nell'ambito di un programma patrocinato, fra gli altri, dalla Banque de France, dalla Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) e dalla Banque des États de l'Afrique Centrale (BEAC). Vari esperti della BRI hanno inoltre contribuito ai programmi di formazione professionale organizzati dal Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa (MEFMI). In conformità con quanto originariamente concordato, dall'agosto 2004 la Banca ha cessato di essere membro formale del Joint Vienna Institute (JVI); continuerà tuttavia a organizzarvi saltuariamente seminari destinati alle banche centrali delle economie in transizione.

Oltre alla sua consueta riunione annuale, nel novembre 2004 il Group of Coordinators of Technical Cooperation and Training ha tenuto in Basilea un incontro internazionale *ad hoc* cui hanno partecipato i rappresentanti di oltre 40 fornitori di servizi di formazione professionale per le banche centrali.

Central Bank Research Hub

Da anni il sito internet della Banca offre un collegamento alle pagine web di varie banche centrali. Nel 2004 è stato inaugurato il Central Bank Research Hub, una piattaforma che consente agli utenti di accedere ai lavori di ricerca delle banche centrali a partire dal sito della BRI. Il sistema prevede la possibilità di impostare molteplici criteri di ricerca e di ricevere automaticamente le

pubblicazioni nella propria casella di posta elettronica. L'invito a mettere a disposizione i risultati dei propri lavori scientifici tramite questa piattaforma, esteso a tutte le banche centrali membri, è stato finora accolto dalle istituzioni di 25 paesi.

Uffici di rappresentanza

L'Ufficio di rappresentanza per l'Asia e il Pacifico e quello per le Americhe coordinano le attività della Banca nelle aree di rispettiva competenza, con l'obiettivo di intensificare i contatti e promuovere la cooperazione tra la BRI e le banche centrali e le autorità di vigilanza regionali. A tal fine, gli Uffici sono chiamati a incoraggiare lo scambio di dati e informazioni, partecipare all'organizzazione di incontri e seminari e contribuire alla ricerca finanziaria ed economica condotta dalla Banca sull'Asia e le Americhe. Gli argomenti trattati lo scorso anno comprendevano gli andamenti tendenziali dei flussi di capitale regionali, i mercati regionali dei cambi e dei *non-deliverable forward*, le implicazioni interne delle ingenti riserve valutarie e la microstruttura dei mercati finanziari asiatici.

Gli Uffici coadiuvano inoltre la BRI nella fornitura di servizi bancari nella regione Asia-Pacifico e nelle Americhe e offrono assistenza per mezzo di regolari visite ai gestori delle riserve delle banche centrali. La *dealing room* della Tesoreria regionale inaugurata nel 2000 presso l'Ufficio asiatico accresce ulteriormente il livello e la portata dei servizi bancari forniti alla clientela regionale attraverso l'attività giornaliera di negoziazione.

Nel dicembre 2004 la BRI è stata incaricata di gestire gli investimenti delle 11 banche centrali membri dell'EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) in un secondo fondo obbligazionario asiatico, l'ABF2. Le riserve internazionali che le banche centrali destineranno al fondo saranno investite in titoli in moneta locale di emittenti sovrani e quasi sovrani di otto economie dell'EMEAP. Nel giugno 2003 la Banca era già stata chiamata a gestire il primo fondo obbligazionario asiatico, anch'esso destinatario delle riserve delle banche centrali dell'EMEAP, ma con un mandato di investimento circoscritto alle obbligazioni denominate in dollari USA. Per far fronte al carico di lavoro aggiuntivo l'organico della *dealing room* di Hong Kong è stato significativamente potenziato. L'Ufficio asiatico è stato inoltre coinvolto nel connesso lavoro di ricerca sui mercati obbligazionari della regione.

Nel periodo in esame il Consiglio consultivo asiatico (CCA), forum di comunicazione tra le banche centrali azioniste della regione e il Consiglio di amministrazione e la Direzione della BRI, si è riunito a Basilea nel giugno 2004 e a Hong Kong nel febbraio 2005. A quest'ultimo incontro ha fatto immediatamente seguito la settima riunione speciale dei Governatori delle banche centrali asiatiche. La riunione, cui hanno partecipato anche i Governatori di alcune banche centrali esterne alla regione, ha passato in rassegna la situazione economica corrente e analizzato le problematiche connesse con la crescita dell'indebitamento delle famiglie in Asia.

L'Ufficio asiatico ha ospitato o patrocinato vari incontri su argomenti specifici concernenti la politica monetaria e la stabilità finanziaria, ossia:

- la terza riunione degli esperti delle banche centrali in materia di procedure operative della politica monetaria (aprile 2004);
- l'ottava e la nona riunione del Forum dell'EMEAP sui mercati dei cambi (giugno e dicembre 2004);
- due incontri sulla stabilità finanziaria (luglio e settembre 2004), rispettivamente in cooperazione con l'Istituto per la stabilità finanziaria e con il Comitato di Basilea;
- due riunioni a Pechino sull'apertura del settore finanziario cinese e sui tassi di cambio effettivi (marzo 2005).

Nel suo secondo anno di operatività l'Ufficio per le Americhe si è dedicato ad ampliare i contatti con le banche centrali della regione e a intensificare la cooperazione sia con i gruppi di banche centrali sia con le autorità di vigilanza regionali. Ha inoltre ospitato o patrocinato, anche assieme a banche centrali della regione e altre istituzioni, una serie di incontri ad alto livello a Città del Messico e in altre sedi:

- una riunione del Comitato sul sistema finanziario globale sul tema degli investimenti diretti esteri nel settore finanziario latinoamericano (giugno 2004);
- un incontro del Working Party on Monetary Policy in America latina (ottobre 2004);
- un forum di discussione sull'applicazione del Basilea 2, cui hanno preso parte i responsabili degli organismi di vigilanza bancaria della regione, esponenti del settore privato e rappresentanti di istituzioni finanziarie internazionali (dicembre 2004);
- un convegno dei gestori delle riserve della regione (novembre 2004);
- una riunione dei giuristi delle banche centrali regionali (febbraio 2005);
- un incontro sull'integrazione finanziaria e sulla politica monetaria delle economie aperte (marzo 2005).

Istituto per la stabilità finanziaria

L'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF) coadiuva i responsabili della vigilanza bancaria e assicurativa di tutto il mondo nel rafforzamento del controllo prudenziale attraverso un programma di diffusione di standard e prassi corrette, nonché fornendo assistenza su una vasta gamma di questioni di vigilanza.

L'ISF sviluppa gran parte delle sue iniziative nell'ambito di un programma di convegni, seminari e conferenze ad alto livello, sia a Basilea che in altre sedi in tutto il mondo. Questi eventi rappresentano un'occasione per lo scambio di informazioni e la promozione dei contatti e della cooperazione internazionale in materia di vigilanza. In considerazione della continua espansione dei conglomerati finanziari e delle connesse questioni di trasferimento dei rischi, l'Istituto si impegna inoltre a riunire i responsabili della vigilanza bancaria e assicurativa per discutere gli aspetti di interesse comune. Nel 2004 l'ISF ha organizzato 56 iniziative su varie tematiche prudenziali, cui hanno partecipato quasi 2 000 esponenti di banche centrali e organismi di vigilanza bancaria e assicurativa provenienti da tutte le regioni del mondo. Alla luce delle azioni attualmente in corso in molte giurisdizioni per l'applicazione del

nuovo schema di adeguatezza patrimoniale Basilea 2, l'ISF ha avviato una serie di incontri ad alto livello per agevolare lo scambio di informazioni su aspetti e piani attuativi fra le autorità di vigilanza interessate.

Il mese di luglio 2004 ha visto il lancio di FSI Connect, un programma di addestramento e informazione in rete concepito per gli addetti alla vigilanza bancaria. FSI Connect si compone attualmente di oltre 80 moduli che coprono un'ampia gamma di argomenti per gli addetti di tutti i livelli di esperienza e competenza tecnica. L'offerta sarà potenziata attraverso l'inserimento di ulteriori moduli e l'aggiornamento periodico di quelli esistenti. Il programma costituisce un'integrazione delle esistenti attività dell'ISF, consentendogli di raggiungere un più vasto pubblico di organi di vigilanza del settore finanziario. Oltre 85 banche centrali e autorità prudenziali di circa 75 giurisdizioni sono attualmente iscritte a FSI Connect.

Promozione della stabilità finanziaria per il tramite dei comitati permanenti

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), presieduto dal Governatore del Banco de España Jaime Caruana, opera per rafforzare gli schemi di vigilanza bancaria, promuovere l'avanzamento della gestione del rischio nel settore bancario e migliorare gli standard di rendicontazione finanziaria.

Applicazione del nuovo schema internazionale di requisiti patrimoniali

Il nuovo schema internazionale di requisiti patrimoniali (generalmente noto come "Basilea 2") è stato pubblicato nel giugno 2004. Esso definisce nei dettagli l'assetto concordato per la misurazione dell'adeguatezza patrimoniale e i requisiti minimi che le autorità di vigilanza nazionali rappresentate nel Comitato proporranno per l'adozione nei rispettivi paesi di appartenenza a partire dal 1° gennaio 2007.

Al momento della pubblicazione del Basilea 2 il Comitato ha sottolineato di voler portare avanti l'attivo dialogo instaurato con il settore al fine di garantire che il nuovo schema resti al passo con i continui sviluppi in materia di servizi finanziari, conservando la sua applicabilità. Considerato l'interesse sia delle banche sia delle società di intermediazione mobiliare per il trattamento riservato dal Basilea 2 a determinate attività di contrattazione, il Comitato ha collaborato con i rappresentanti dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) per elaborare proposte che consentano di affrontare le questioni individuate in modo prudente e sensibile al rischio. Tali proposte sono state pubblicate nell'aprile 2005 per un periodo di consultazione di sette settimane.

Una delle sfide più importanti e difficili dei prossimi anni sarà quella di assicurare un'applicazione coerente a livello internazionale del Basilea 2 tramite una più intensa cooperazione fra gli organi di vigilanza. Per incoraggiare la collaborazione e la condivisione degli approcci, l'Accord Implementation

Group (AIG) del Comitato funge da forum per le questioni di attuazione. Tra i principali strumenti utilizzati dall'AIG per promuovere una più efficace applicazione internazionale del Basilea 2 vi è lo sviluppo di "casistiche reali", che nella maggioranza dei casi sono divenute veri e propri programmi di applicazione. La principale finalità di questi studi è quella di aiutare le autorità di vigilanza dei paesi di origine e dei paesi ospitanti a maturare un'esperienza pratica, caso per caso, nell'applicazione del Basilea 2. L'AIG sta altresì esaminando altri aspetti rilevanti dell'applicazione del Basilea 2, come quelli attinenti a validazione, rischio operativo e secondo pilastro.

Molte autorità di vigilanza nazionali non rappresentate in seno al Comitato hanno già iniziato a valutare l'applicabilità del nuovo schema alle banche nelle rispettive giurisdizioni e a predisporre la transizione al Basilea 2. A sostegno di questo processo, nel luglio 2004 è stato pubblicato il documento *Implementation of Basel II: practical considerations*.

Iniziativa in materia di contabilità, audit e conformità

Durante l'anno in rassegna le iniziative del Comitato di Basilea in materia di contabilità sono state principalmente indirizzate a risolvere le divergenze di vedute sull'opzione di contabilizzazione al valore equo (*fair value*) proposta dall'International Accounting Standards Board (IASB). Successivamente al raggiungimento di un accordo nei primi mesi del 2005, lo IASB ha approvato e pubblicato la versione definitiva del principio contabile, che accoglie le principali preoccupazioni del Comitato. Il CBVB si è altresì attivamente interessato al progetto dello IASB dedicato a migliorare l'informativa sugli strumenti finanziari. La trasparenza nelle segnalazioni comporterà miglioramenti apprezzabili dell'informativa in materia di rischi finanziari e connesse prassi di gestione del rischio, in sostanziale analogia con i principi e i requisiti del terzo pilastro del Basilea 2.

Per diversi anni il Comitato ha contribuito fattivamente ai lavori per l'istituzione del Public Interest Oversight Board (PIOB), un organo indipendente incaricato di sorvegliare l'attività di normazione internazionale da parte dell'International Federation of Accountants (IFAC). Il PIOB si è ufficialmente riunito per la prima volta il 1° marzo 2005. Il CBVB ne sorveglierà e valuterà l'operato nel breve periodo.

In risposta alla crescente domanda di indirizzi in materia di conformità (*compliance*), il Comitato ha pubblicato nell'aprile 2005 una serie di raccomandazioni sui principi e sulle prassi corrette in materia di conformità all'interno di un contesto bancario regolamentato. Il documento offre in particolare indicazioni su come mantenere una funzione di controllo di conformità efficace e sottolinea l'importanza di adottare strutture, procedure e controlli adatti all'organizzazione e al suo particolare profilo di rischio.

Altre questioni di vigilanza bancaria

Nel quadro del suo continuo impegno a favore di una migliore gestione del rischio presso le banche, il Comitato ha pubblicato una serie di principi riguardanti il rischio di tasso di interesse, raccolti nel documento *Principles for the management and supervision of interest rate risk*. Il CBVB ha inoltre

pubblicato il testo *Consolidated KYC (know your customer) risk management*, volto a fornire ai gruppi finanziari indicazioni su come impostare a livello di gruppo un efficace processo di gestione dei rischi connessi con l'identificazione della clientela. In collaborazione con i principali paesi esterni al G10, l'FMI e la Banca mondiale, il Comitato sta attualmente rivedendo i *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria* (Principi fondamentali), pubblicati per la prima volta nel 1997, e la relativa metodologia diffusa nel 1999. È inoltre stato creato un gruppo di lavoro incaricato di esaminare gli indirizzi del Comitato in materia di governo societario. Infine, il Comitato e il Banco de España hanno copatrocinato nel settembre 2004 la Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria, cui hanno partecipato rappresentanti da oltre 120 paesi.

Comitato sul sistema finanziario globale

Il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG), presieduto da Roger W. Ferguson Jr., Vice Presidente del Board of Governors del Federal Reserve System, monitora gli sviluppi nei mercati finanziari mondiali per incarico dei Governatori delle banche centrali dei paesi appartenenti al G10. Il Comitato ha il mandato di individuare e valutare le potenziali fonti di tensione, migliorare la comprensione dell'infrastruttura dei mercati finanziari, e promuoverne la stabilità e l'efficienza. A tal fine, i membri del CSFG organizzano consultazioni trimestrali e intraprendono iniziative di più lungo periodo, anche nell'ambito di gruppi di lavoro che vedono il coinvolgimento di personale delle banche centrali.

Oltre ad alti esponenti delle banche centrali del G10 e della BCE, alle riunioni del Comitato partecipano regolarmente i rappresentanti delle banche centrali di alcune delle maggiori economie e dei principali centri finanziari. Nel 2005 vi hanno preso parte per la prima volta le banche centrali della Repubblica popolare cinese e dell'India.

Consultazioni trimestrali

I dibattiti trimestrali del CSFG sono stati incentrati sulla dinamica generale seguita dagli sviluppi macroeconomici e dai mercati finanziari durante l'anno. Fra le tematiche più ricorrenti, si segnalano le seguenti, fra loro interconnesse:

- impatto degli attuali squilibri mondiali di parte corrente sui mercati finanziari e potenziali effetti di eventuali aggiustamenti sul sistema finanziario globale;
- "strategie di uscita" delle banche centrali da politiche di tassi bassi e stabili e da regimi di tassi di cambio fissi o quasi fissi, comprese le sfide per la politica di comunicazione e le implicazioni per i mercati finanziari;
- sviluppi nelle contrattazioni petrolifere e conseguenze per la crescita e l'inflazione di elevati corsi del greggio a medio termine;
- fattori alla base dell'assunzione di posizioni e della formazione dei prezzi nei mercati finanziari in un contesto mondiale di abbondante liquidità;
- cause e implicazioni dei livelli storicamente bassi assunti dalle misure di volatilità prospettica nei vari mercati nonostante le maggiori incertezze di ordine macroeconomico e finanziario.

Gruppi di lavoro e altre iniziative

Nel gennaio 2005 il CSFG ha pubblicato due relazioni redatte a cura di gruppi di lavoro. La prima, incentrata sul ruolo dei rating nella finanza strutturata, analizza la rapida evoluzione dei mercati per questo tipo di strumenti, la funzione centrale delle agenzie di rating e le implicazioni per gli operatori e le autorità. La relazione integra precedenti studi condotti dal CSFG nell'ambito del trasferimento del rischio di credito. Il secondo documento passa in rassegna le prassi vigenti nelle maggiori istituzioni finanziarie in materia di prove di stress e include i risultati di un'indagine condotta nel maggio 2004. Anche questo studio costituisce un complemento dei precedenti lavori del Comitato e ha contribuito a migliorare la comprensione del ruolo fondamentale delle prove di stress nelle operazioni di gestione del rischio.

Successivamente alla pubblicazione nel marzo 2004 del rapporto di un gruppo di lavoro sugli investimenti diretti esteri nel settore finanziario delle economie emergenti, il Comitato ha organizzato convegni regionali in Corea, Messico e Polonia per approfondire la tematica con i funzionari delle banche centrali e gli operatori di mercato delle rispettive tre regioni. Il Comitato ha inoltre continuato a esaminare le caratteristiche di vari mercati ipotecari nazionali. A questo proposito, il CSFG prevede di ricevere entro la fine dell'anno in corso i risultati degli studi effettuati dal gruppo di lavoro appositamente istituito nel novembre 2004. Fra le questioni affrontate dal gruppo vi sono l'introduzione di nuove tecnologie finanziarie per la finanza immobiliare e le relative implicazioni per i mercati finanziari nazionali e internazionali.

Riguardo al settore degli *hedge fund*, un gruppo di studio ha riferito sull'utilità degli archivi commerciali di dati su questi fondi per le attività di ricerca e sorveglianza delle banche centrali. Inoltre, sulla base di uno schema di segnalazione elaborato dal CSFG, l'Indagine semestrale della BRI sul mercato degli strumenti derivati OTC è stata recentemente estesa alle informazioni sull'attività delle istituzioni dichiaranti in contratti di *credit default swap*.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) contribuisce al rafforzamento dell'infrastruttura dei mercati finanziari attraverso la promozione di sistemi di pagamento e regolamento solidi ed efficienti. Il Comitato ha ulteriormente intensificato la cooperazione con altre istituzioni e consessi internazionali e ha coinvolto nelle sue attività un crescente numero di banche centrali. Tommaso Padoa-Schioppa, già membro del Comitato esecutivo della BCE, ha presieduto il CSPR fino al 31 maggio 2005, data del suo collocamento a riposo. Gli succede Timothy F. Geithner, Presidente e *Chief Executive Officer* della Federal Reserve Bank di New York.

Nel novembre 2004 il CSPR e il Comitato tecnico della IOSCO hanno diffuso il documento *Recommendations for Central Counterparties*, che formula un insieme esaustivo di standard per la gestione del rischio di controparte centrale (CC), basato su 15 raccomandazioni fondamentali accompagnate dalle relative delucidazioni. Il documento include altresì una metodologia per

valutare l'applicazione delle raccomandazioni, che permette di individuare le problematiche e le questioni centrali e fornisce indicazioni sull'assegnazione di categorie di valutazione. Una versione a fini di consultazione era stata pubblicata nel marzo 2004; il documento finale ingloba i commenti pervenuti da banche centrali e organi di regolamentazione del settore mobiliare, nonché da operatori e partecipanti alle CC.

Una CC si interpone tra le parti di una transazione finanziaria, assumendo il ruolo di acquirente nei confronti del venditore e di venditore nei confronti dell'acquirente. Una 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, tuttavia, essa tende a concentrare i rischi e le responsabilità per la loro gestione. Pertanto, l'efficacia del controllo dei rischi da parte della CC e l'adeguatezza dei suoi mezzi finanziari costituiscono aspetti cruciali dell'infrastruttura dei mercati in cui essa opera.

Il Comitato ha inoltre lavorato alla predisposizione di altri tre rapporti – *Central bank oversight of payment and settlement systems*, *General guidance for payment system development*, e *New developments in large-value payment systems* – pubblicati nel maggio di quest'anno.

Un'altra parte dell'attività del Comitato è dedicata all'attuazione della strategia – avallata dai Governatori del G10 nel 1996 – volta ad attenuare il rischio di regolamento valutario. A tal fine, il CSPR segue e incoraggia le iniziative del settore privato in quest'area.

Infine, il Comitato fornisce assistenza e supporto tecnico in occasione di incontri di lavoro e seminari su questioni concernenti i sistemi di pagamento, organizzati dalla BRI di concerto con i gruppi regionali di banche centrali.

Comitato sui mercati

Il Comitato sui mercati, presieduto da Sheryl Kennedy, Vice Governatore della Bank of Canada, raggruppa i responsabili delle operazioni di mercato presso le banche centrali del G10. Le sue regolari riunioni bimestrali offrono ai partecipanti l'opportunità di scambiare opinioni sulle recenti evoluzioni e sugli sviluppi strutturali nel mercato dei cambi e nei connessi mercati finanziari, nonché di valutare le implicazioni a breve termine di avvenimenti particolari per il funzionamento di tali mercati. Periodicamente, il Comitato invita gli esponenti di altri importanti paesi a unirsi al dibattito; la seconda metà del 2004 ha visto per la prima volta la partecipazione della banca centrale della Repubblica popolare cinese.

Fra i temi discussi si segnalano:

- cause dei recenti ampi movimenti dei principali tassi di cambio bilaterali;
- basso livello dei rendimenti nominali e della volatilità implicita nei maggiori mercati obbligazionari e impatto sugli *spread* della "ricerca di rendimento";
- impatto sui mercati finanziari dell'accumulo di riserve valutarie;
- scambio di informazioni tra banche centrali.

Nel corso dell'anno si è altresì discusso di: implicazioni dell'accresciuta presenza degli *hedge fund* nei mercati finanziari; impatto sui mercati delle

modifiche alle disposizioni di regolamentazione dei fondi pensione; questioni relative all'attuazione della politica monetaria e influsso prodotto sul funzionamento del mercato dalla crescita delle piattaforme elettroniche di negoziazione.

Central Bank Counterfeit Deterrence Group

I Governatori delle banche centrali del G10 hanno affidato al gruppo di banche centrali per la lotta alla contraffazione, il Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDG), il mandato di analizzare le nuove minacce per la sicurezza della moneta cartacea e di proporre soluzioni a uso degli istituti di emissione. Il CBCDG ha messo a punto un insieme di tecnologie anticontraffazione che impediscono di riprodurre le immagini di una banconota mediante fotocopiatrici a colori e tecnologie digitali (quali personal computer, stampanti e scanner). La BRI fornisce il proprio appoggio all'attività del CBCDG ospitando il suo segretariato e svolgendo le funzioni di agente in sede di accordi contrattuali.

Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata

Gruppo dei Dieci

La Banca contribuisce attivamente ai lavori dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali del G10, e dei rispettivi Sostituti, nonché alle iniziative poste in essere sotto i loro auspici, sia partecipando ai relativi incontri in veste di osservatore, sia assicurando servizi di segretariato unitamente all'FMI e all'OCSE.

Nel comunicato stampa dell'ottobre 2004 i Ministri e i Governatori del G10 hanno sottolineato l'importanza di assicurare all'FMI una solida posizione finanziaria che gli consenta di adempiere alle sue responsabilità. A tale riguardo, sono stati considerati elementi essenziali la sorveglianza, la condizionalità, il monitoraggio dei programmi, l'analisi di sostenibilità del debito nelle decisioni di prestito e l'osservanza del quadro per l'accesso straordinario concordato di recente.

Un'altra materia su cui si è concentrato il lavoro del G10 è stata l'introduzione di clausole di azione collettiva nelle emissioni internazionali di debito sovrano. La crescente tendenza da parte di emittenti sovrani ad adottare clausole che rendono vincolanti le decisioni prese da una maggioranza qualificata di creditori (*majority action clause*) contribuisce a fornire a creditori e debitori un efficace strumento di rinegoziazione in caso di necessità. Tuttavia, in genere i contratti di debito non prevedono ancora disposizioni che promuovano un tempestivo dialogo e scambio di comunicazioni tra creditori e mutuatari sovrani o che blocchino di fatto le controversie individuali.

Infine, nel quadro del lavoro che il G10 sta svolgendo sul finanziamento delle passività previdenziali sono state esaminate le implicazioni dell'invecchiamento della popolazione e delle riforme pensionistiche per i mercati finanziari.

Forum per la stabilità finanziaria

Il Forum per la stabilità finanziaria (FSF), istituito nel 1999, promuove la stabilità finanziaria internazionale attraverso un più ampio scambio di informazioni e una maggiore cooperazione nella vigilanza e nella sorveglianza del settore finanziario. Il suo principale ambito di competenza attiene alla valutazione delle cause cicliche e strutturali di vulnerabilità per il sistema finanziario internazionale, nonché all'incentivazione e al coordinamento delle azioni necessarie ad affrontarle. L'FSF riunisce alti funzionari di ministeri finanziari, banche centrali e autorità di vigilanza dei principali centri finanziari, rappresentanti di istituzioni finanziarie internazionali, organismi internazionali di vigilanza e regolamentazione, nonché gruppi di esperti di banche centrali. Ulteriori informazioni sull'FSF sono disponibili sul sito internet www.fsforum.org.

L'FSF si riunisce due volte l'anno in sessione plenaria. In occasione delle due ultime riunioni semestrali, svoltesi a Washington D.C. nel settembre 2004 e a Tokyo nel marzo 2005, i temi discussi sono stati gli sviluppi macroeconomici e finanziari, la resilienza delle istituzioni finanziarie e i potenziali rischi per la stabilità finanziaria. I partecipanti hanno inoltre passato in rassegna le iniziative internazionali volte a rafforzare i sistemi finanziari e valutato le opzioni per incentivare tali sforzi. Tra le materie cui è stata riservata particolare attenzione durante l'anno sotto rassegna figurano l'esposizione del sistema finanziario a imprevisti cambiamenti nella propensione al rischio e nell'assunzione di rischi, l'attività di trasferimento del rischio di credito, le esposizioni delle famiglie, l'espansione dell'attività degli *hedge fund* e la trasparenza del settore riassicurativo.

Un'area di cui l'FSF si è occupato di recente è quella della ricerca di soluzioni per migliorare l'applicazione degli standard prudenziali nei settori bancario, mobiliare e assicurativo. Nell'aprile 2005 il Segretariato dell'FSF ha organizzato una riunione di esperti di organismi di normazione, supervisori e autorità nazionali con il compito di preparare un rapporto sui progressi compiuti nell'applicazione di norme e codici, comprese l'individuazione di priorità nella valutazione degli standard e la disponibilità di risorse per facilitarne l'applicazione.

Inoltre, l'FSF ha continuato a promuovere e sostenere iniziative miranti a potenziare le norme e le prassi di contabilità e revisione. Per quanto concerne i revisori, nel settembre scorso il Forum ha organizzato una prima conferenza dei responsabili degli organismi nazionali indipendenti di sorveglianza della funzione di revisione, recentemente istituiti in vari paesi. In questa occasione sono state discusse le esperienze maturate nella creazione di nuove strutture di sorveglianza, le sfide comuni da affrontare (quali i metodi per l'accertamento e l'applicazione della qualità della revisione), nonché la necessità di cooperazione, la sua portata e il riconoscimento reciproco tra gli organi di sorveglianza nazionali. L'FSF è anche intervenuto a sostegno dell'istituzione nel marzo 2005 del Public Interest Oversight Board (PIOB), incaricato di sovrintendere all'attività di normazione dell'International Federation of Accountants (IFAC) in materia di pratiche ispettive e assicurative. Nell'ottobre 2004 l'FSF ha organizzato insieme all'International Accounting Standards Board (IASB) e all'IFAC un'importante

tavola rotonda per discutere delle sfide e delle problematiche connesse con l'applicazione di standard internazionali di contabilità e *auditing*.

È proseguito l'impegno del Forum per migliorare lo scambio di informazioni e la cooperazione internazionale con le autorità dei paesi *offshore* in materia di vigilanza e regolamentazione. Nel marzo 2005 l'FSF ha dato avvio a un nuovo processo volto a promuovere ulteriori progressi nei centri finanziari *offshore*, sulla scorta di una serie di iniziative dei suoi membri sul piano sia internazionale sia nazionale e di precedenti misure intraprese in quest'ambito dal Forum stesso.

Il Forum si è parimenti adoperato per rafforzare la cooperazione internazionale nella pianificazione della continuità operativa per il settore finanziario. Nel luglio 2004 l'FSF ha organizzato in collaborazione con la Bank of England un convegno in cui sono stati valutati vari standard di continuità del servizio attualmente applicati, con particolare riferimento agli schemi transnazionali. Per portare avanti questo compito, il Joint Forum, cui partecipano il Comitato di Basilea, la IOSCO e la IAIS, sta progettando di elaborare una serie di principi informativi in materia di continuità operativa per le autorità e i settori finanziari.

In prospettiva, un'importante questione cui l'FSF intende dedicarsi è la valutazione del grado di preparazione delle istituzioni finanziarie, e più in generale del sistema finanziario, nel fronteggiare il possibile riemergere di turbolenze e un'accresciuta avversione al rischio tra gli operatori del mercato finanziario.

Nel corso dell'anno l'FSF ha regolarmente informato sulle fragilità nel sistema finanziario e su altre questioni i Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali del G7, nonché il Comitato monetario e finanziario internazionale dell'FMI. Il Forum ha inoltre continuato a organizzare incontri regionali per accrescere la consapevolezza sulle vulnerabilità finanziarie e sulle iniziative in atto per fronteggiarle.

Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa

L'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) ha l'obiettivo di contribuire alla stabilità finanziaria globale migliorando la supervisione del settore assicurativo, elaborando criteri prudenziali e promuovendo la cooperazione internazionale basata sullo scambio di informazioni e l'assistenza reciproca. In collaborazione con altri organismi internazionali di regolamentazione, la IAIS ha concorso alla messa a punto di principi per la supervisione dei conglomerati finanziari. Inoltre, partecipa attivamente ai lavori del Forum per la stabilità finanziaria. Il continuo aumento nel numero di nuovi membri e osservatori presso la IAIS testimonia il crescente riconoscimento della sua missione. Ulteriori informazioni sono disponibili sul sito internet www.iaisweb.org.

Durante lo scorso anno la IAIS ha intrapreso una serie di importanti iniziative finalizzate all'elaborazione di standard prudenziali per il settore assicurativo in ambiti prioritari quali la solvibilità, la contabilità assicurativa e le riassicurazioni.

Relativamente alla solvibilità, un importante passo è stata la definizione di uno schema di supervisione del mercato assicurativo, in base al quale possano essere sviluppate una struttura e norme comuni per la valutazione della solvibilità degli assicuratori. In questo senso, lo schema mira ad accrescere la trasparenza e la comparabilità tra sistemi di regolamentazione diversi.

Per quanto riguarda la contabilità assicurativa, la IAIS intrattiene regolari contatti con l'International Accounting Standards Board, (IASB). Una parte importante di questo lavoro consiste nella preparazione di un documento programmatico per definire quali metodologie di valutazione delle passività assicurative, coerenti con le probabili risultanze dell'*Insurance Contracts Phase II* dello IASB, siano accettabili ai fini della vigilanza prudenziale. In collaborazione con altri organismi internazionali di regolamentazione, la IAIS ha inoltre patrocinato l'istituzione del Public Interest Oversight Board, incaricato di sovrintendere alle attività di interesse pubblico dell'International Federation of Accountants.

In risposta alle preoccupazioni espresse dall'FSF, secondo cui la mancanza di un'adeguata trasparenza e informativa al pubblico nel settore delle riassicurazioni rende difficile valutare il potenziale impatto di quest'ultimo sul mercato assicurativo e su altri servizi finanziari, la IAIS ha presentato il suo primo rapporto sul mercato riassicurativo mondiale. Ai fini di una maggiore pubblicità delle informazioni da parte di assicuratori e riassicuratori, nel 2004 è stato adottato uno standard di informativa sulla *performance* tecnica delle compagnie di assicurazione esterne al ramo vita e sono in fase di elaborazione due ulteriori standard sulla pubblicità delle informazioni riguardanti la *performance* tecnica e quella degli investimenti nel settore vita.

Altre aree di interesse della IAIS sono: la lotta al riciclaggio dei capitali e al finanziamento del terrorismo; l'elaborazione di un programma di autovalutazione basato sugli *Insurance Core Principles* che permetta di identificare i punti di forza e di debolezza nella regolamentazione e nella sorveglianza del settore assicurativo in varie giurisdizioni; la formazione mediante seminari, conferenze e incontri di lavoro, spesso in collaborazione con l'Istituto per la stabilità finanziaria.

Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi

L'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi (International Association of Deposit Insurers, IADI) è stata istituita nel maggio 2002 e ha inaugurato la sua sede centrale presso la BRI nell'ottobre dello stesso anno. La IADI si prefigge di migliorare la comprensione delle tematiche e degli interessi comuni nell'ambito della tutela dei depositi e di fornire raccomandazioni per accrescere l'efficacia dei sistemi di assicurazione dei depositi. Attualmente partecipano alle attività della IADI 56 organizzazioni (di cui 39 membri a pieno titolo) di tutto il mondo, comprese alcune banche centrali interessate a promuovere l'adozione o il funzionamento di efficaci sistemi di assicurazione dei depositi. Presidente della IADI e del suo Consiglio esecutivo è Jean Pierre Sabourin.

Nel suo terzo anno di operatività la IADI ha continuato a offrire una sede di dibattito per facilitare più ampi contatti internazionali tra gli organismi

di tutela dei depositi e altre parti interessate. Alla terza Conferenza annuale dell'Associazione, svoltasi nell'ottobre 2004 in Svizzera, hanno partecipato rappresentanti di 145 fondi di tutela dei depositi e autorità di 47 paesi. La diffusione a livello regionale è stata promossa attraverso conferenze, seminari, comitati e iniziative congiunte in un vasto numero di paesi.

La IADI continua a impegnarsi nell'elaborazione di linee guida per migliorare l'efficacia dei sistemi di assicurazione dei depositi. L'Associazione ha pubblicato uno studio sull'istituzione e la configurazione di tali sistemi e un documento sullo sviluppo di fondi a contribuzione differenziata. Essa ha inoltre iniziato a collaborare con la comunità finanziaria internazionale sulle modalità per assistere le autorità nel valutare l'efficacia dei sistemi di assicurazione dei depositi. L'Associazione ha avallato le conclusioni del *Policy Dialogue on Deposit Insurance* dell'APEC svoltosi nel febbraio 2004 ed elaborerà linee guida in tal senso.

La IADI ha contribuito a una nuova pubblicazione dell'International Association of Restructuring, Insolvency and Bankruptcy Professionals, dal titolo *Bank Insolvency, an International Guide for Deposit Insurers*, basata sui risultati di un'indagine condotta in 48 paesi. Lo scopo di questo rapporto è di promuovere il dibattito tra i professionisti nel settore delle insolvenze e gli organismi di assicurazione dei depositi.

Il sito internet (www.iadi.org) e il bollettino mensile della IADI forniscono ai membri e ai partecipanti informazioni sulle varie attività. Le sue guide di formazione trimestrali hanno ampia diffusione tra gli organismi di assicurazione dei depositi.

Servizi finanziari della Banca

Servizi bancari

La BRI offre una vasta gamma di servizi finanziari concepiti per assistere le banche centrali e le altre istituzioni monetarie ufficiali nella gestione delle loro riserve valutarie. Attualmente si avvalgono di tali servizi circa 130 istituzioni di questo tipo, nonché alcune organizzazioni internazionali.

Sicurezza e liquidità sono le caratteristiche principali dei servizi di intermediazione creditizia della Banca, che beneficiano di un rigoroso sistema interno di gestione dei rischi. Conformemente alle migliori prassi vigenti, 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 cui è esposta la Banca.

Per soddisfare le esigenze molteplici e in costante evoluzione delle banche centrali, la BRI offre un'ampia gamma di prodotti finanziari con diverse scadenze e denominazioni valutarie. Oltre ai tradizionali strumenti del mercato monetario, quali conti a vista/con termine di preavviso e depositi a scadenza fissa, la Banca propone due strumenti che possono essere negoziati (acquistati e rivenduti) direttamente con essa, ovvero il Fixed-Rate Investment (FIXBIS), disponibile con scadenze da una settimana a un anno, e il Medium-Term

Instrument (MTI), con scadenze da uno a dieci anni. Dell'offerta di base fa parte anche una serie di strutture MTI con facoltà di rimborso anticipato.

La Banca effettua operazioni in valute e oro per conto della clientela. Occasionalmente, accorda alle banche centrali crediti a breve termine, di norma assistiti da garanzia collaterale. Essa svolge inoltre le funzioni di fiduciario e depositario di garanzie (si veda oltre).

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 cliente oppure attraverso un fondo aperto che permette a due o più clienti di investire in uno stesso *pool* di attività. Dopo la creazione nel luglio 2003 del primo Asian Bond Fund (ABF1), nel dicembre 2004 gli 11 membri del gruppo di banche centrali e autorità monetarie dell'EMEAP hanno lanciato un secondo fondo obbligazionario asiatico, l'ABF2. La BRI funge da gestore dell'ABF1 e da amministratore dell'ABF2.

I servizi finanziari della BRI sono erogati attraverso due sale contrattazioni collegate, una presso la sua sede di Basilea e l'altra presso l'Ufficio asiatico a Hong Kong SAR.

Operazioni del Dipartimento bancario nel 2004/05

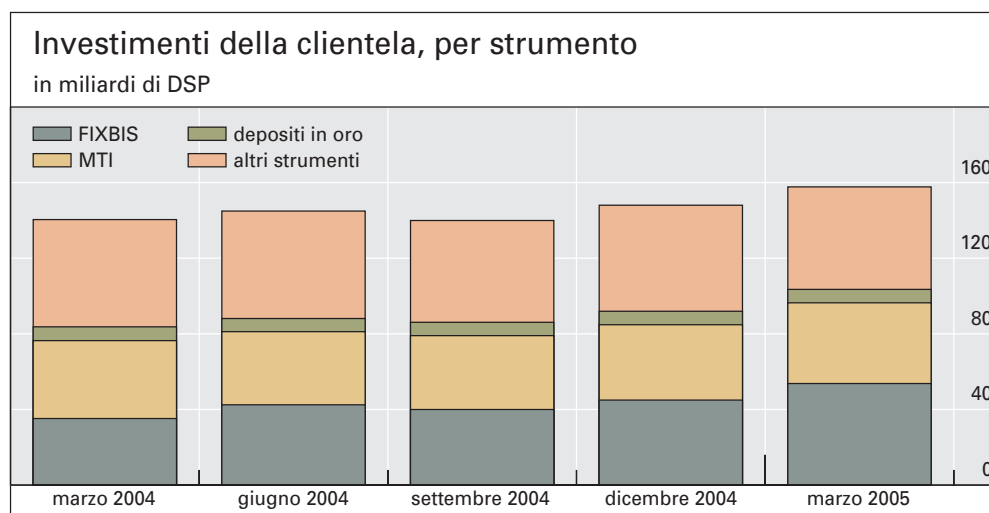
Grazie alla sua continua espansione, il bilancio della BRI ha registrato per la quinta volta consecutiva un record alla chiusura dell'esercizio finanziario. Al 31 marzo 2005 il totale di bilancio ammontava a DSP 180,5 miliardi, con un aumento di DSP 12,6 miliardi, pari al 7,5%, rispetto all'esercizio precedente. A tassi di cambio costanti l'aumento risulterebbe accresciuto di ulteriori DSP 0,4 miliardi.

Passivo

Le dimensioni del bilancio della Banca riflettono principalmente gli investimenti della clientela, che rappresentano la parte preponderante delle passività totali. Al 31 marzo 2005 (escludendo le operazioni pronti contro termine) essi ammontavano a DSP 157,7 miliardi, contro DSP 140,4 miliardi un anno prima.

La maggior parte degli investimenti della clientela è denominata in varie valute, mentre quella restante è costituita da depositi in oro. Rispetto allo scorso anno questi ultimi sono rimasti sostanzialmente invariati a DSP 7,1 miliardi, mentre i depositi in valuta sono cresciuti da DSP 133,2 miliardi a complessivi DSP 150,6 miliardi a fine marzo 2005, pari al 6% del totale delle riserve valutarie mondiali. Nel corso dell'esercizio si è potuto osservare un cambiamento nella composizione per valute, con un aumento (dal 62 al 65%) dei fondi denominati in dollari e una diminuzione dell'incidenza dell'euro (dal 21 al 18%).

L'incremento degli investimenti della clientela ha riguardato soprattutto gli strumenti del mercato monetario. Le sottoscrizioni di FIXBIS sono cresciute di oltre il 50%, facendo di questo strumento il più richiesto della BRI, con una quota pari a un terzo dei depositi valutari totali della clientela. Un altro notevole aumento, pari al 30%, ha interessato i depositi a scadenza fissa. All'opposto, la consistenza dei conti a vista/con termine di preavviso è diminuita di oltre un terzo, quasi annullando l'espansione dell'esercizio finanziario precedente. Le



sottoscrizioni di MTI, il secondo strumento per ordine di importanza, sono rimaste relativamente stabili nel corso dell'esercizio (si veda il grafico).

Una scomposizione geografica degli investimenti in valuta presso la BRI mostra il perdurante vigore della domanda della clientela asiatica.

Attivo

Le attività della BRI consistono per la maggior parte di investimenti presso primarie banche commerciali di affermata reputazione internazionale, nonché di titoli di Stato e di enti equiparati, compresi quelli acquistati pronti contro termine. La Banca possiede inoltre 180 tonnellate di oro fino, dopo averne cedute 12 nel corso dell'ultimo esercizio finanziario. L'esposizione al rischio di credito è gestita in maniera prudente: al 31 marzo 2005 oltre il 99% degli attivi presentava un rating pari o superiore ad A- (Nota 37E relativa ai Conti).

Le attività sotto forma di depositi in valute e titoli, comprese le operazioni PcT, ammontavano a complessivi DSP 165,4 miliardi, in crescita rispetto ai DSP 153,7 miliardi al termine dell'esercizio precedente. Le disponibilità addizionali sono state investite principalmente in depositi vincolati presso banche, titoli di Stato emessi da paesi del G10 e, in misura minore, buoni del Tesoro. I titoli acquistati pronti contro termine sono invece calati di DSP 7,8 miliardi.

La Banca impiega vari strumenti derivati al fine di gestire le proprie attività e passività in maniera efficiente (Nota 7 relativa ai Conti).

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 (*trustee*) per le obbligazioni di consolidamento 1990-2010 dei Prestiti Dawes e Young (per maggiori dettagli, si veda la *63^a 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 2004 il pagamento di un importo di circa €5,0 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 *50^a Relazione annuale* del giugno 1980), che si applicano anche alle obbligazioni di consolidamento 1990-2010.

Depositario di fondi in custodia

La BRI ha svolto la funzione di Agente di custodia nell'ambito del regolamento del contenzioso relativo al disastro aereo che ha coinvolto il volo Pan Am 103 a Lockerbie (Scozia) il 21 dicembre 1988 (si veda la *74^a Relazione annuale* del giugno 2004). Tale funzione è venuta meno il 17 febbraio 2005.

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 *64^a Relazione annuale* del giugno 1994), del Perù (*67^a Relazione annuale* del giugno 1997) e della Côte d'Ivoire (*68^a Relazione annuale* del giugno 1998).

Questioni istituzionali e amministrative

Riacquisto e redistribuzione delle azioni BRI

L'Assemblea generale straordinaria tenuta l'8 gennaio 2001 aveva deciso di emendare lo Statuto della Banca allo scopo di limitare alle sole banche centrali il diritto di detenere azioni della BRI, dando luogo al riscatto obbligatorio delle 72 648 azioni delle emissioni americana, belga e francese detenute da privati (per una descrizione dettagliata, si veda la *71^a Relazione annuale* del giugno 2001). La Banca ha successivamente detenuto in portafoglio i titoli riscattati, insieme alle 2 304 azioni delle medesime emissioni riacquistate dalle banche centrali all'epoca del riscatto.

L'importo dell'indennità da corrispondere agli ex azionisti privati iscritti a registro era stato inizialmente fissato dall'Assemblea generale straordinaria a 16 000 franchi svizzeri per azione. Alcuni ex azionisti hanno contestato tale importo, rivolgendosi al Tribunale arbitrale previsto dall'Accordo dell'Aia che, ai sensi dell'Articolo 54 dello Statuto della Banca, ha competenza esclusiva in merito a controversie tra la Banca e gli ex azionisti privati collegate al 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. L'importo dell'indennità addizionale è stato determinato dal Tribunale arbitrale nella

sentenza definitiva pronunciata il 19 settembre 2003 (si veda la *74^a Relazione annuale* del giugno 2004). 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, al 31 marzo 2005 il compenso addizionale fissato dal Tribunale arbitrale era stato versato a fronte di oltre il 99% delle azioni riscattate.

Nell'ambito dell'azione promossa in Francia da un gruppo separato di ex azionisti privati, una decisione è pendente dinanzi alla Cour de cassation francese (giurisdizione civile di ultima istanza in Francia) in merito alla validità di una precedente sentenza che non riconosceva ai tribunali francesi la competenza a giudicare in ordine a tale controversia (si veda la *74^a Relazione annuale* del giugno 2004).

Durante il trascorso esercizio finanziario il Consiglio di amministrazione ha deciso di redistribuire tutte le 74 952 azioni riacquistate offrendole in vendita alle banche centrali membri della BRI. L'offerta si estendeva a ulteriori 1100 azioni dell'emissione americana anch'esse detenute dalla Banca e precedentemente registrate a nome di un consorzio di banche centrali. Coerentemente con le disposizioni dello Statuto della BRI nella sua versione emendata dell'8 gennaio 2001 il prezzo unitario di vendita per le 76 052 azioni è stato di 23 977,56 franchi svizzeri, pari all'importo dell'indennità (al netto degli interessi) corrisposta agli ex azionisti privati. Nel corso dell'esercizio finanziario conclusosi il 31 marzo 2005 la Banca ha redistribuito tutte le azioni delle emissioni belga e francese in portafoglio alle banche centrali dei due paesi. La redistribuzione delle 40 119 azioni ha dato luogo a proventi per 962,0 milioni di franchi svizzeri, pari a DSP 536,7 milioni, alle date delle corrispondenti transazioni. All'inizio dell'esercizio finanziario in corso, la Banca ha ceduto le azioni restanti – 35 933 titoli dell'emissione americana – tramite un'offerta alle banche centrali membri. I relativi proventi sono ammontati a 861,6 milioni di franchi svizzeri, equivalenti a DSP 468,2 milioni al 31 maggio 2005, data della transazione.

Questioni amministrative

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. Attraverso il raffronto tra piani dettagliati di attività, obiettivi e disponibilità complessiva di risorse si giunge alla 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. Così come accade presso organizzazioni analoghe, le spese per la Direzione e per il personale, comprese remunerazioni, pensioni e

assicurazione malattia e infortuni, rappresentano approssimativamente il 70% delle spese di amministrazione della BRI. Le altre principali categorie di spesa, ciascuna con un'incidenza del 10% circa sulle spese di amministrazione, sono quelle relative a informatica e telecomunicazioni, e a immobili, arredi e attrezzature della Banca. Le spese in conto capitale, per loro stessa natura, 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 2004/05 le spese di amministrazione, esclusi gli ammortamenti, sono ammontate a 214,1 milioni di franchi svizzeri, importo inferiore del 2,6% ai 219,8 milioni di franchi preventivati¹. Lo scostamento è principalmente ascrivibile alle spese minori del previsto per tecnologie informatiche e trasferite, nonché alla cancellazione di un accantonamento a fronte dei rimborsi di imposta previsti fino al 2003 per i membri svizzeri del personale². La spesa in conto capitale, a 27,1 milioni di franchi svizzeri, è risultata inferiore di 5,6 milioni al budget. I piani di potenziamento dei sistemi di sicurezza e di ammodernamento dell'auditorium principale della Banca sono stati completati a fine maggio 2005 nel rispetto delle risorse allocate. Lo scostamento tra spesa effettiva e spesa preventivata per l'esercizio appena trascorso è stato il più esiguo degli ultimi anni, grazie a una riduzione del "margine di manovra" all'interno delle singole voci di budget. Al fine di favorire ulteriormente un rigoroso processo di bilancio, la Direzione della Banca ha introdotto un sistema per monitorare trimestralmente il rispetto degli obiettivi.

Nel marzo di quest'anno il Consiglio ha approvato un aumento del 2,9%, a 226,3 milioni di franchi svizzeri, del budget amministrativo per l'esercizio finanziario 2005/06. Quanto alle spese in conto capitale, è prevista una riduzione di 5,7 milioni di franchi svizzeri, a 27,0 milioni. Il bilancio preventivo per il 2005/06 pone l'enfasi sul rafforzamento delle funzioni di gestione del rischio, audit interno e conformità della Banca, nonché sull'ulteriore miglioramento dei dispositivi di sicurezza. È altresì preventivato un lieve aumento degli effettivi presso l'Ufficio di rappresentanza asiatico.

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 categorie distinte, associate a una struttura di fasce retributive. A intervalli regolari vengono condotte indagini per raffrontare la struttura retributiva della BRI con quelle di istituzioni o segmenti di mercato comparabili. Tali raffronti tengono conto della diversa imposizione fiscale cui sono soggetti gli emolumenti erogati dalle istituzioni considerate. Nell'applicare i parametri

¹ Il bilancio 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 "Spese di amministrazione" nel Conto profitti e perdite (si veda la sezione "Utile netto e sua ripartizione" più avanti).

² Tali disposizioni erano contemplate dal precedente Accordo di sede con la Confederazione svizzera, giunto a scadenza il 1° gennaio 2003.

di mercato al proprio sistema retributivo, la BRI si orienta sulle classi stipendiali della fascia superiore per attirare personale altamente qualificato.

La struttura retributiva viene adeguata 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. L'adeguamento applicato nel luglio 2004 è stato dell'1,76%. Gli aggiustamenti stipendiali per i singoli membri del personale all'interno di ciascuna fascia della struttura retributiva sono basati sul merito, previa valutazione periodica delle prestazioni. La BRI non applica sistemi di gratifiche.

I dipendenti di nazionalità diversa da quella svizzera e non assunti *in loco*, inclusa l'alta Direzione, hanno diritto a un'indennità di espatrio che, a seconda della situazione familiare, ammonta attualmente al 14 o al 18% della retribuzione annua e comunque non supera un determinato massimale. Ai dipendenti espatriati spetta anche un'indennità di istruzione per i figli a carico³. Inoltre, per il tramite della Banca il personale ha accesso all'assicurazione sanitaria e a un sistema pensionistico a contribuzione definita.

Agli inizi del 2005 è stato deciso di condurre indagini periodiche per allineare gli stipendi degli alti funzionari della Banca alle condizioni vigenti presso istituzioni comparabili. Nei periodi intercorrenti fra le singole indagini gli adeguamenti avvengono in funzione del tasso di inflazione in Svizzera. Al 1° luglio 2004 la remunerazione annua dei membri dell'alta Direzione, al netto dell'indennità di espatrio, si basava sui seguenti livelli:

- Direttore generale 709 849 franchi svizzeri
- Condirettore generale 600 641 franchi svizzeri
- Capi di Dipartimento 546 000 franchi svizzeri

In aggiunta, il Direttore generale fruisce di un'indennità annua di rappresentanza e di un regime pensionistico particolare.

L'Assemblea generale ordinaria approva le retribuzioni dei membri del Consiglio di amministrazione; i relativi adeguamenti vengono effettuati ogni tre anni. Dal 1° luglio 2002 la remunerazione annua fissa corrisposta all'intero Consiglio di amministrazione ammonta a 844 800 franchi svizzeri. Inoltre, 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.

Politica degli archivi

Per favorire la trasparenza e la ricerca accademica, nel marzo 1998 la Banca ha volontariamente dischiuso al pubblico il suo archivio storico. In base alle norme in materia di apertura degli archivi tutti i documenti relativi alle attività e all'operatività della Banca risalenti a oltre trent'anni prima possono essere liberamente consultati, a eccezione di un ristretto numero di atti che anche a distanza di tempo conservano una natura privata o confidenziale. Spetta alla

³ In alcuni casi i dipendenti assunti prima del 1997 ricevono un'indennità di espatrio pari al 25%, ma non hanno diritto all'indennità di istruzione.

BRI determinare discrezionalmente quali documenti non vadano resi pubblici, a tutela della *privacy* e/o degli interessi legittimi di parti terze.

Utile netto e sua ripartizione

Utile netto

L'utile netto per il 75° esercizio finanziario ammonta a DSP 370,9 milioni, rispetto ai DSP 536,1 milioni dell'anno precedente. I fattori alla base di questo risultato sono esaminati nei paragrafi seguenti.

Ricavi operativi totali

I ricavi operativi totali per l'esercizio 2004/05 sono ammontati a DSP 458,4 milioni, contro DSP 564,5 milioni dell'esercizio precedente. All'origine di questa evoluzione vi sono in particolare tre fattori:

- il calo del reddito da interessi e le rettifiche di valutazione su contratti derivati conclusi dalla Banca per proteggersi dall'aumento atteso dei tassi di interesse hanno ridotto il reddito riveniente dai titoli del portafoglio di investimento detenuti come fondi propri; questo calo ha superato il reddito addizionale originato dall'aumento del patrimonio della Banca, attribuibile a sua volta a utili non distribuiti e alle sottoscrizioni di capitale;
- il reddito netto dell'attività di raccolta dei depositi è tornato su livelli più consueti, dopo che nell'esercizio precedente era stato gonfiato dal contributo eccezionale fornito dal restringimento dei differenziali di credito nell'estate 2003, che aveva dato luogo a plusvalenze da rivalutazione sugli impieghi in *swap*. L'influsso di questo fattore è stato maggiore di quello del reddito addizionale generato dalla crescita della base di depositi;
- una minusvalenza valutaria netta di DSP 34,5 milioni è principalmente attribuibile alla posizione in franchi svizzeri che la Banca presentava fino a quando, a ottobre e novembre 2004, la Banque Nationale de Belgique e la Banque de France hanno sottoscritto le azioni BRI delle rispettive emissioni nazionali detenute in portafoglio dalla Banca. Tale minusvalenza è stata compensata nella sua totalità da una corrispondente plusvalenza che, conformemente alle politiche contabili della Banca, al momento della redistribuzione è stata iscritta fra i conti di capitale, di modo che l'impatto netto sul patrimonio della Banca è stato nullo.

Costi operativi

I costi operativi (Nota 27 relativa ai Conti) sono ammontati a DSP 145,0 milioni, con un aumento dell'1,8% rispetto ai DSP 142,5 milioni dell'anno precedente. Le spese di amministrazione esclusi gli ammortamenti erano pari a DSP 129,3 milioni, in aumento del 2,9% dai DSP 125,6 milioni dell'esercizio precedente. Gli oneri di ammortamento sono diminuiti da DSP 16,9 a 15,7 milioni. In termini di franchi svizzeri, moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca, e in base alla metodologia contabile finanziaria adottata, che tiene conto degli sviluppi attuariali e dei mercati finanziari, le spese di amministrazione

esclusi gli ammortamenti risultano diminuite dell'1,1%, da CHF 236,5 a 234,0 milioni.

I costi per gli emolumenti e le pensioni del personale sono aumentati sostanzialmente in linea con la crescita del 3,2% nel numero medio equivalente di posizioni a tempo pieno. L'incremento è stato in parte compensato dalla cancellazione di un accantonamento a fronte dei rimborsi di imposta previsti fino al 2003 per i membri svizzeri del personale in base al precedente Accordo di sede giunto a scadenza il 1° gennaio 2003. Le altre spese relative al personale sono diminuite grazie a una riduzione, secondo la metodologia adottata, degli oneri per l'assicurazione malattia e infortuni.

Utile operativo e altri profitti

L'utile operativo della Banca, che riflette i guadagni derivanti dalla sua attività corrente, è ammontato a DSP 313,4 milioni, in calo del 25,7% rispetto ai 422,0 milioni registrati nel 2003/04.

Una plusvalenza netta di DSP 7,0 milioni ha avuto origine dalla vendita di titoli del portafoglio di investimento, effettuata per riallineare il portafoglio al rispettivo *benchmark*. La plusvalenza netta di DSP 154,4 milioni registrata nell'esercizio precedente sulla vendita di titoli del portafoglio di investimento rifletteva la cessione di titoli acquisiti in un contesto di tassi di interesse più elevati.

La plusvalenza di DSP 50,5 milioni realizzata sulla vendita di attività auree nel portafoglio di investimento durante il 2004/05 deriva dalla cessione di 12 delle 192 tonnellate di oro complessivamente detenute dalla Banca al 31 marzo 2004. La cessione non ha prodotto modifiche al patrimonio della Banca poiché, conformemente alle sue prassi contabili, l'oro in questione era già iscritto in bilancio al valore di mercato.

L'utile netto per l'esercizio finanziario 2003/04 teneva conto degli oneri per interessi passivi e della perdita da conversione valutaria connessi con la sentenza definitiva resa dal Tribunale arbitrale dell'Aia il 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 2004/05, pari a DSP 370,9 milioni, nel modo seguente:

1. un importo di DSP 114,4 milioni per il pagamento di un dividendo di DSP 235 per azione;
2. un importo di DSP 25,7 milioni al Fondo di riserva generale⁴;
3. un importo di DSP 6,0 milioni al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
4. un importo di DSP 224,8 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.

⁴ Al 31 marzo 2005 il Fondo di riserva generale era pari a oltre il quadruplo del capitale versato della Banca; secondo quanto disposto dall'Articolo 51 dello Statuto, a esso sarà destinato il 10% degli utili al netto del pagamento dei dividendi, finché il suo saldo non raggiungerà il quintuplo del capitale versato.

Ove approvato, il dividendo sarà versato il 1° luglio 2005 in una qualsiasi delle valute costituenti il DSP, oppure in franchi svizzeri, agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 31 marzo 2005, secondo le istruzioni da loro impartite. Il dividendo unitario di DSP 235 proposto per l'esercizio 2004/05 rappresenta un incremento del 4,4% rispetto al dividendo dell'esercizio precedente.

Il dividendo sarà corrisposto per intero su 470 073 azioni, mentre per le 40 119 azioni proprie redistribuite in corso di esercizio esso sarà corrisposto *pro rata* in base alla data di valuta della relativa redistribuzione. Il numero delle azioni emesse e liberate prima del riscatto è di 547 125. Di queste, 36 933 rappresentano azioni proprie in tesoreria al 31 marzo 2005, comprendenti 34 833 titoli riscattati da ex azionisti privati e banche centrali e 2 100 altre azioni. Nessun dividendo viene corrisposto su queste azioni proprie.

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 2005, 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
Lord 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

Comitati 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
Peter Dittus	Segretario generale, Capo di Dipartimento
William R. White	Consigliere economico, Capo del Dipartimento monetario ed economico
Günter Pleines	Capo del Dipartimento bancario
Mario Giovanoli	Consigliere giuridico
Már Gudmundsson	Vice Capo del Dipartimento monetario ed economico
Jim Etherington	Vice Segretario generale
Louis de Montpellier	Vice Capo del Dipartimento bancario
Josef Tošovský	Presidente, Istituto per la stabilità finanziaria

Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione

Nella seduta del novembre 2004 il Consiglio ha rieletto Nout Wellink, Presidente della De Nederlandsche Bank, alle cariche di Presidente del Consiglio di amministrazione e di Presidente della Banca per un ulteriore triennio con decorrenza dal 1° marzo 2005 e scadenza il 29 febbraio 2008. Nella riunione del marzo 2005 il Consiglio ha rinnovato per altri tre anni, fino al 31 marzo 2008, il mandato di Consigliere di Lars Heikensten, Governatore della Sveriges Riksbank. Nella stessa occasione, Mervyn King, Governatore della Bank of England, ha riconfermato Lord George in qualità di membro del Consiglio di amministrazione per un ulteriore periodo di tre anni, che si concluderà il 6 maggio 2008.

Per quanto concerne gli alti funzionari della Banca, si segnala che a seguito del collocamento a riposo di Gunter Baer, il 1° gennaio 2005 Peter Dittus è stato nominato Segretario generale e Capo dell'Amministrazione della Banca. Il 1° aprile 2005 Günter Pleines ha sostituito Robert Sleeper, anch'egli collocato a riposo, nella carica di Capo del Dipartimento bancario. Il 1° giugno 2005 Jim Etherington ha assunto le funzioni di Vice Segretario generale, e con decorrenza metà giugno Louis de Montpellier è stato nominato Vice Capo del Dipartimento bancario. Tutte le nuove nomine di alti funzionari sono effettuate sulla base di mandati quinquennali rinnovabili.

Il Consiglio ha appreso con profondo rammarico la notizia della scomparsa del Barone Cecil de Strycker, Governatore onorario della Banque Nationale de Belgique, deceduto il 5 settembre 2004 all'età di 89 anni. Il Barone de Strycker aveva ricoperto la carica di Consigliere di diritto tra il 1975 e il 1982 e per nomina dal 1982 al 1989.

Banche centrali membri della BRI⁵

Banque d'Algérie, Algeri	Banca d'Italia, Roma
Saudi Arabian Monetary Agency, Riyadh	Latvijas Banka, Riga
Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires	Lietuvos Bankas, Vilnius
Reserve Bank of Australia, Sydney	Narodna banka na Republika Makedonija, Skopje
Oesterreichische Nationalbank, Vienna	Bank Negara Malaysia, Kuala Lumpur
Banque Nationale de Belgique/ Nationale Bank van België, Bruxelles	Banco de México, Città del Messico
Centralna Banka Bosne i Hercegovine, Sarajevo	Norges Bank, Oslo
Banco Central do Brasil, Brasília	Reserve Bank of New Zealand, Wellington
Bulgarian National Bank, Sofia	De Nederlandsche Bank, Amsterdam
Bank of Canada/Banque du Canada, Ottawa	Narodowy Bank Polski, Varsavia
Banco Central de Chile, Santiago	Banco de Portugal, Lisbona
The People's Bank of China, Pechino	Bank of England, Londra
The Bank of Korea, Seul	Ceská národní banka, Praga
Hrvatska narodna banka, Zagabria	Banca Natională a României, Bucarest
Danmarks Nationalbank, Copenhagen	Central Bank of the Russian Federation, Mosca
Eesti Pank, Tallinn	Monetary Authority of Singapore, Singapore
Bangko Sentral ng Pilipinas, Manila	Národná Banka Slovenska, Bratislava
Suomen Pankki/Finlands Bank, Helsinki	Banka Slovenije, Lubiana
Banque de France, Parigi	Banco de España, Madrid
Deutsche Bundesbank, Francoforte sul Meno	Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C.
Bank of Japan, Tokyo	South African Reserve Bank, Pretoria
Bank of Greece, Atene	Sveriges Riksbank, Stoccolma
Hong Kong Monetary Authority, Hong Kong SAR	Banca Nazionale Svizzera, Zurigo
Reserve Bank of India, Mumbai	Bank of Thailand, Bangkok
Bank Sentral Republik Indonesia/ Bank Indonesia, Giacarta	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi, Ankara
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, Dublino	Magyar Nemzeti Bank, Budapest
Seðlabanki Islands, Reykjavik	Banca centrale europea, Francoforte sul Meno
Bank of Israel, Gerusalemme	

⁵ 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 2005

Le situazioni dei conti per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2005 riportate alle pagine 208-235 sono state approvate il 9 maggio 2005. I conti sono presentati in una veste approvata dal Consiglio di amministrazione conformemente all'Articolo 49 dello Statuto della Banca e sottoposti all'Assemblea generale ordinaria del 27 giugno 2005 per l'approvazione degli azionisti. Essi, unitamente alle Note relative ai Conti, sono stati redatti in lingua inglese. In caso di dubbio, si rimanda alla versione originale.

Nout H.E.M. Wellink
Presidente

Malcolm D. Knight
Direttore generale

Situazione patrimoniale

al 31 marzo 2005

<i>in milioni di DSP</i>	Note	2005	2004
Attivo			
Cassa e conti a vista presso banche	4	25,8	18,9
Oro e depositi in oro	5	8 617,0	9 073,8
Buoni del Tesoro	6	31 307,4	30 240,7
Titoli acquistati pronti contro termine	6	14 034,3	21 835,2
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	6	80 316,5	68 162,4
Titoli di Stato e altri titoli	6	39 779,6	33 483,1
Strumenti finanziari derivati	7	2 188,0	3 321,1
Partite in corso di ricezione	8	4 028,6	1 609,6
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	9	189,2	190,0
Totale attivo		180 486,4	167 934,8
Passivo			
Depositi in valuta	10	150 618,8	133 152,5
Depositi in oro	11	7 110,8	7 293,5
Titoli ceduti pronti contro termine	12	1 159,4	1 225,3
Strumenti finanziari derivati	7	3 440,6	4 339,7
Partite in corso di pagamento	13	7 752,2	12 169,4
Altre passività	14	151,3	144,4
Totale passivo		170 233,1	158 324,8
Capitale			
Azioni	15	683,9	683,9
Riserve statutarie	16	8 743,2	8 230,8
Conto profitti e perdite		370,9	536,1
Meno: azioni proprie	18	(396,2)	(852,6)
Altri conti di capitale	20	851,5	1 011,8
Totale capitale		10 253,3	9 610,0
Totale passivo e capitale		180 486,4	167 934,8

Conto profitti e perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2005

<i>in milioni di DSP</i>	Note	2005	2004
Reddito da interessi	22	4 058,8	3 493,9
Oneri da interessi	23	(3 384,1)	(2 681,1)
Variazioni nette di valutazione	24	(183,1)	(258,7)
Reddito netto da interessi		491,6	554,1
Reddito netto da commissioni e provvigioni	25	1,3	1,4
Plus/minusvalenze valutarie nette	26	(34,5)	9,0
Totale ricavi operativi		458,4	564,5
Spese di amministrazione	27	(145,0)	(142,5)
Utile operativo		313,4	422,0
Plusvalenze nette su vendite di titoli del portafoglio di investimento	28	7,0	154,4
Plusvalenze nette su vendite di disponibilità in oro del portafoglio di investimento	29	50,5	-
Azioni riacquistate - effetti del lodo arbitrale	17	-	-
Oneri da interessi		-	(32,9)
Perdita da conversioni valutarie		-	(7,4)
Utile netto dell'esercizio finanziario		370,9	536,1

Rendiconto finanziario

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2005

<i>in milioni di DSP</i>	Note	2005	2004
Flussi finanziari generati da attività operative			
Utile operativo		313,4	422,0
Poste di altra natura incluse nell'utile operativo			
Ammortamento di terreni, immobili, arredi e attrezzature	9	15,7	16,9
Variazione netta nelle attività e passività operative			
Depositi in valuta		15 329,4	11 580,7
Attività in valuta del portafoglio bancario		(16 371,2)	(19 669,9)
Depositi passivi in oro		(182,7)	1 270,9
Disponibilità in oro e depositi attivi bancari in oro		322,6	(1 270,2)
Partite in corso di ricezione		1,3	19,0
Altre passività/partite in corso di pagamento		17,5	(260,1)
Strumenti finanziari derivati netti		234,0	1 750,6
Flussi finanziari netti generati da/(utilizzati in) attività operative		(320,0)	(6 140,1)
Flussi finanziari generati da/(utilizzati in) attività di investimento			
Variazione netta nelle attività in valuta del portafoglio di investimento	6	207,2	(1 220,6)
Titoli ceduti pronti contro termine		(65,9)	1 152,1
Variazione netta nelle disponibilità in oro del portafoglio di investimento	5	110,7	–
Acquisti netti di terreni, immobili, arredi e attrezzature	9	(14,9)	(10,5)
Flussi finanziari netti generati da/(utilizzati in) attività di investimento		237,1	(79,0)
Flussi finanziari generati da/(utilizzati in) attività di finanziamento			
Dividendi versati		(104,0)	(97,1)
Emissione di azioni		–	252,3
Redistribuzione di azioni proprie	18	536,7	–
Azioni riacquistate nel 2001 – versamenti agli ex azionisti		(10,6)	(348,2)
Flussi finanziari netti generati da/(utilizzati in) attività di finanziamento		422,1	(193,0)
Effetto netto delle oscillazioni di cambio su cassa ed equivalenti di cassa			
		(10,1)	61,3
Movimenti netti di cassa ed equivalenti di cassa			
		349,3	(6 473,4)
Aumento/(calo) netto di cassa ed equivalenti di cassa		339,2	(6 412,1)
Cassa ed equivalenti di cassa, saldo di inizio esercizio			
	30	2 666,3	9 078,4
Cassa ed equivalenti di cassa, saldo di fine esercizio			
	30	3 005,5	2 666,3

Ripartizione degli utili

proposta per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2005

<i>in milioni di DSP</i>	2005
Utile netto per l'esercizio finanziario	370,9
Trasferimento al Fondo di riserva legale	–
Dividendo proposto:	
DSP 235 per azione su 470 073 azioni	(110,5)
su 40 119 azioni proprie redistribuite (<i>pro rata temporis</i> in base alla data di valuta della sottoscrizione)	(3,9)
	(114,4)
Trasferimenti proposti agli altri fondi di riserva:	
Fondo di riserva generale	(25,7)
Fondo speciale di riserva per i dividendi	(6,0)
Fondo di riserva libero	(224,8)
Utile residuo dopo i trasferimenti ai fondi di riserva	–

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 2005

<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	2005 Totale riserve statutarie
Situazione al 31 marzo 2004		68,3	2 648,7	109,5	5 404,3	8 230,8
Ripartizione dell'utile 2003/04		–	86,4	20,5	325,2	432,1
Redistribuzione di azioni proprie	18	–	80,3	–	–	80,3
Situazione come da bilancio al 31 marzo 2005 prima della ripartizione degli utili proposta		68,3	2 815,4	130,0	5 729,5	8 743,2
Trasferimenti proposti ai fondi di riserva	16	–	25,7	6,0	224,8	256,5
Situazione al 31 marzo 2005 dopo la ripartizione degli utili proposta		68,3	2 841,1	136,0	5 954,3	8 999,7

Evoluzione del capitale della Banca

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2005

<i>in milioni di DSP</i>	Note	Azioni	Riserve statutarie	Profitti e perdite	Azioni proprie	Altri conti di capitale	Totale capitale
Situazione al 31 marzo 2003		661,4	7 522,7	575,4	(739,1)	908,8	8 929,2
Pagamento del dividendo 2002/03		–	–	(97,1)	–	–	(97,1)
Ripartizione dell'utile 2002/03		–	478,3	(478,3)	–	–	–
Azioni di nuova emissione	15	22,5	229,8	–	–	–	252,3
Azioni riacquistate – effetti del lodo arbitrale	17	–	–	–	(113,5)	–	(113,5)
Rettifiche nette di valutazione su disponibilità in oro del portafoglio di investimento	20	–	–	–	–	261,7	261,7
Rettifiche nette di valutazione su titoli del portafoglio di investimento	20	–	–	–	–	(158,7)	(158,7)
Utile netto dell'esercizio 2003/04		–	–	536,1	–	–	536,1
Situazione al 31 marzo 2004		683,9	8 230,8	536,1	(852,6)	1 011,8	9 610,0
Pagamento del dividendo 2003/04		–	–	(104,0)	–	–	(104,0)
Ripartizione dell'utile 2003/04		–	432,1	(432,1)	–	–	–
Redistribuzione di azioni proprie	18	–	80,3	–	456,4	–	536,7
Rettifiche nette di valutazione su disponibilità in oro del portafoglio di investimento	20	–	–	–	–	(74,0)	(74,0)
Rettifiche nette di valutazione su titoli del portafoglio di investimento	20	–	–	–	–	(86,3)	(86,3)
Utile netto dell'esercizio 2004/05		–	–	370,9	–	–	370,9
Situazione come da bilancio al 31 marzo 2005 prima della ripartizione degli utili proposta		683,9	8 743,2	370,9	(396,2)	851,5	10 253,3
Dividendo proposto		–	–	(114,4)	–	–	(114,4)
Trasferimenti proposti ai fondi di riserva		–	256,5	(256,5)	–	–	–
Situazione al 31 marzo 2005 dopo la ripartizione degli utili proposta		683,9	8 999,7	–	(396,2)	851,5	10 138,9

Al 31 marzo 2005 le riserve statutarie comprendevano sovrapprezzi di emissione per DSP 811,7 milioni (31 marzo 2004: 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 56 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 e dai Consiglieri nominati dalle banche centrali fondatrici, ossia quelle di Belgio, Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Stati Uniti d'America, nonché dalle banche centrali di Canada, Giappone, Paesi Bassi, Svezia e Svizzera.

Le presenti situazioni dei conti comprendono la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, in conformità dell'Articolo 49 dello Statuto della Banca.

2. Criteri contabili rilevanti

A. Unità di conto

L'unità di conto della Banca è il diritto speciale di prelievo (DSP), così come definito dal Fondo monetario internazionale (FMI).

Il DSP è calcolato sulla base di un paniere di importanti valute conformemente alla Regola O-1 adottata 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 del paniere valutario è soggetta a revisione quinquennale da parte dell'FMI. La prossima revisione è prevista per dicembre 2005.

Tutti gli importi delle presenti situazioni contabili sono espressi in milioni di DSP, se non altrimenti indicato.

B. Conversioni valutarie

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 degli strumenti finanziari e dal regolamento delle transazioni vengono imputate al Conto profitti e perdite.

C. Metodologia di valutazione

In generale la Banca valuta attività, passività e strumenti derivati al loro valore di mercato. Per ricavare tale valore vengono impiegate quotazioni affidabili di mercati attivi. Laddove tali quotazioni non sono disponibili (per strumenti quali prestiti, depositi e derivati negoziati 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 si fonda su stime dei flussi di cassa futuri, dei tassi di interesse e di cambio, e del profilo temporale dei rimborsi, oltre che su fattori collegati al credito, alla liquidità e alla volatilità.

D. Strumenti finanziari (diversi da oro e depositi in oro)

Questa tipologia di strumenti rappresenta la parte preponderante della Situazione patrimoniale della Banca, e comprende cassa 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 valuta 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 corrisposti 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 variazioni nette di valutazione nel Conto profitti e perdite.

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 che il contratto assume per la Banca. Gli strumenti finanziari a brevissimo termine (attivi e passivi) rappresentano un'eccezione alla regola generale di contabilizzazione al valore di mercato; questi strumenti prevedono di solito un termine di preavviso pari o inferiore a tre giorni e vengono computati in bilancio alla data di regolamento, al valore nominale più gli interessi maturati. Essi figurano nello Stato patrimoniale alle voci "Cassa e conti a vista presso banche" e "Depositi in valuta".

Il trattamento delle plus/minusvalenze da rivalutazione non realizzate dipende dalla classificazione dello strumento finanziario, come descritto di seguito:

1. Depositi passivi in valuta, attività del portafoglio bancario e strumenti derivati collegati

La Banca 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 variazioni nette di valutazione del Conto profitti e perdite.

2. Attività, passività e strumenti derivati relativi all'investimento del capitale della Banca

Le attività di questa categoria 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 al conto rivalutazione titoli, iscritto in bilancio alla voce "Altri conti di capitale".

Le passività connesse con la gestione di queste attività, principalmente operazioni pronti contro termine a breve, sono iscritte in bilancio al valore di mercato, e le relative oscillazioni imputate alle variazioni nette di valutazione del Conto profitti e perdite.

Gli strumenti derivati collegati sono impiegati per la gestione del rischio di mercato della Banca, ovvero a fini di negoziazione. Essi sono iscritti in bilancio al loro valore di mercato, e le relative oscillazioni imputate alle variazioni nette di valutazione del Conto profitti e perdite.

E. Oro e depositi in oro

Le attività e passività in oro sono iscritte in bilancio in base al peso di fino (convertito in DSP al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA), 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 loro costo viene imputata al conto rivalutazione oro, iscritto in bilancio alla voce "Altri conti di capitale". Per le disponibilità detenute al 31 marzo 2003 (data in cui la BRI ha modificato la propria unità di conto dal franco oro al DSP) il costo stimato è di circa DSP 151 per oncia di fino; tale ammontare deriva dalla conversione di USD 208 – valore che era stato applicato tra il 1979 e il 2003 in osservanza di quanto stabilito dal Consiglio di amministrazione della Banca – al tasso di cambio vigente al 31 marzo 2003.

Le plus/minusvalenze sulla rivalutazione dei depositi in oro ricevuti da terzi e quelle relative ai depositi in oro effettuati sono imputate alle variazioni nette di valutazione del Conto profitti e perdite.

F. Partite in corso di ricezione e di pagamento

Le partite in corso di ricezione o di pagamento consistono principalmente di poste a brevissimo termine collegate al regolamento di transazioni finanziarie. Esse sono iscritte in bilancio al loro valore di costo.

G. Terreni, immobili, arredi e attrezzature

Il costo di immobili, arredi e attrezzature della Banca viene capitalizzato e ammortizzato a quote costanti sulla vita utile stimata delle relative immobilizzazioni, nel modo seguente:

immobili – 50 anni

impianti e macchinari – 15 anni

attrezzature informatiche – fino a 4 anni

arredi e altre attrezzature – da 4 a 10 anni

Il costo del terreno non viene ammortizzato. La Banca verifica con cadenza annuale lo stato di deterioramento di terreni, immobili, arredi e attrezzature. Nel caso in cui il valore contabile di un'immobilizzazione ecceda il presumibile valore di realizzo, la differenza viene portata in detrazione della corrispondente voce della Situazione patrimoniale. Le spese in conto capitale e le dismissioni sono convertite al tasso di cambio vigente alla data della transazione.

H. 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 ragionevolmente il loro ammontare.

I. Obbligazioni connesse con il sistema pensionistico

La Banca gestisce per il suo personale un fondo pensionistico a prestazione definita. Essa gestisce inoltre schemi pensionistici a ripartizione per i membri del Consiglio di amministrazione e un sistema di assicurazione malattia e infortunio anch'esso a ripartizione 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 per le prestazioni definite alla data di chiusura dei conti, dedotto il valore di mercato delle attività del fondo alla stessa data, tenuto conto delle rettifiche per utili e perdite attuariali non riconosciuti e dei passati costi di servizio. Il valore dell'obbligazione per le prestazioni definite viene calcolato annualmente 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 in franchi

svizzeri 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 al tasso di sconto sull'obbligazione a prestazione definita. In aggiunta, utili e perdite attuariali derivanti da rettifiche basate sull'esperienza (laddove il risultato effettivo sia diverso dalle ipotesi attuariali formulate in precedenza), variazioni nelle ipotesi attuariali e modifiche al regolamento del fondo pensione vengono imputati al Conto profitti e perdite lungo l'intero periodo di servizio dei dipendenti interessati conformemente al principio del "corridoio" (si veda oltre). Le risultanti attività e passività sono incorporate rispettivamente alle voci "Partite in corso di ricezione" e "Altre passività" dello Stato patrimoniale.

Schemi a ripartizione

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 per le prestazioni definite con le stesse modalità di calcolo adottate per il fondo 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 a un periodo minimo di servizio di dieci anni completi), il costo atteso delle prestazioni viene contabilizzato lungo l'intero periodo di servizio in Banca utilizzando il metodo *projected unit credit*. Le relative obbligazioni sono valutate annualmente da attuari indipendenti.

Principio del "corridoio"

Nel caso in cui l'obbligazione per le prestazioni definite ecceda in bilancio le passività o, se di importo più elevato, le eventuali attività impiegate per finanziare l'obbligazione stessa per un ammontare maggiore a un "corridoio" del 10%, l'eccedenza risultante viene ammortizzata nell'arco della vita lavorativa residua attesa dei dipendenti interessati.

J. Cassa ed equivalenti di cassa

La cassa e gli equivalenti di cassa consistono di disponibilità liquide e conti a vista presso banche, nonché di conti a richiesta e con termine di preavviso, che rappresentano attività finanziarie a brevissimo termine e sono mobilizzabili con un preavviso di norma pari o inferiore a tre giorni.

3. Uso delle stime

La preparazione dei rendiconti finanziari presuppone l'elaborazione da parte della Direzione della Banca 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 a spese e ricavi contabilizzati per l'anno finanziario. Per effettuare queste stime la Direzione ricorre alle informazioni disponibili, formula ipotesi, esercita le sue capacità di giudizio. I successivi risultati effettivi possono discostarsi sensibilmente da quelli stimati.

4. Cassa e conti a vista presso banche

La voce "Cassa e conti a vista presso banche" accoglie i saldi liquidi presso banche centrali e commerciali di cui la Banca può disporre senza preavviso.

5. Oro e depositi attivi in oro

A. Disponibilità complessive in oro

La tabella seguente mostra la composizione delle disponibilità complessive in oro della Banca:

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Oro in barre presso banche centrali	5 170,2	5 463,9
Totale depositi vincolati in oro	3 446,8	3 609,9
Totale oro e depositi attivi in oro	8 617,0	9 073,8
di cui:		
portafoglio di investimento	1 646,5	1 780,7
portafoglio bancario	6 970,5	7 293,1

B. Disponibilità in oro del portafoglio di investimento

Le disponibilità in oro del portafoglio di investimento della Banca sono iscritte in bilancio al loro peso di fino (convertito in DSP al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA), più il rateo interessi maturato. La differenza positiva fra questo valore e il valore di costo stimato è contabilizzata al conto rivalutazione oro (iscritto in bilancio alla voce "Altri conti di capitale"), mentre gli utili o le perdite realizzati sulle cessioni di oro sono imputati al Conto profitti e perdite.

Nelle Note 20 e 29 vengono rispettivamente analizzati, con maggior grado di dettaglio, il conto rivalutazione oro e le plusvalenze nette su vendite di disponibilità in oro del portafoglio di investimento.

La tabella seguente illustra i movimenti delle disponibilità in oro del portafoglio di investimento della Banca:

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Situazione al 1° aprile	1 780,7	1 519,0
Variazione netta nelle disponibilità in oro del portafoglio di investimento		
Depositi attivi	400,5	391,9
Cessioni di oro	(108,6)	-
Depositi in scadenza e altri movimenti netti	(402,6)	(391,9)
	(110,7)	-
Oscillazioni del prezzo dell'oro	(23,5)	261,7
Situazione al 31 marzo	1 646,5	1 780,7

Al 1° aprile 2004 le disponibilità in oro del portafoglio di investimento della Banca ammontavano a 192 tonnellate di fino. Nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2005 è stata disposta la cessione di 12 tonnellate di metallo (per maggiori dettagli su questa operazione, si veda la Nota 29); al 31 marzo 2005 il saldo risultava pertanto pari a 180 tonnellate di fino.

6. Attività in valuta del portafoglio bancario e del portafoglio di investimento

A. Disponibilità complessive

Le attività in valuta del portafoglio bancario 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 del portafoglio bancario sono le poste attive a fronte del reinvestimento dei depositi della clientela, mentre le attività del portafoglio di investimento rappresentano gli investimenti 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 determinato all'inizio della transazione, 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 richiedendo, se necessario, la consegna di garanzie aggiuntive per coprire l'esposizione creditoria.

I *depositi vincolati e anticipazioni a banche* rappresentano investimenti effettuati presso banche centrali, istituzioni internazionali e banche commerciali; comprendono prestiti a scadenza fissa, conti con termine di preavviso, nonché anticipazioni a banche centrali e istituzioni internazionali concesse nel quadro di linee *standby* revocabili e irrevocabili. I conti a richiesta e con termine di preavviso rappresentano attività finanziarie a brevissimo termine, con un preavviso di norma pari o inferiore a tre giorni. Essi figurano nel Rendiconto finanziario della Banca fra gli equivalenti di cassa.

I *titoli di Stato e altri titoli* sono investimenti effettuati presso banche centrali, istituzioni internazionali e banche commerciali, e comprendono obbligazioni a tasso fisso e variabile, nonché titoli garantiti da attività.

La tabella seguente contiene il dettaglio delle attività in valuta del portafoglio bancario e del portafoglio di investimento della Banca.

	2005			2004		
	Attività del portafoglio bancario	Attività del portafoglio di investimento	Totale	Attività del portafoglio bancario	Attività del portafoglio di investimento	Totale
<i>in milioni di DSP</i>						
Buoni del Tesoro	31 307,4	-	31 307,4	30 240,7	-	30 240,7
Titoli acquistati pronti contro termine	13 071,5	962,8	14 034,3	20 609,7	1 225,5	21 835,2
Depositi vincolati e anticipazioni a banche						
Depositi a scadenza fissa	77 336,8	-	77 336,8	65 515,0	-	65 515,0
Conti a richiesta e con termine di preavviso	2 979,7	-	2 979,7	2 640,6	6,8	2 647,4
	80 316,5	-	80 316,5	68 155,6	6,8	68 162,4
Titoli di Stato e altri titoli						
Titoli di Stato	7 766,3	5 569,7	13 336,0	3 853,5	4 978,4	8 831,9
Titoli di istituzioni finanziarie	16 629,7	876,4	17 506,1	15 508,2	1 221,8	16 730,0
Altri (fra cui titoli del settore pubblico)	7 934,2	1 003,3	8 937,5	6 584,3	1 336,9	7 921,2
	32 330,2	7 449,4	39 779,6	25 946,0	7 537,1	33 483,1
Totale attività in valuta del portafoglio bancario e del portafoglio di investimento	157 025,6	8 412,2	165 437,8	144 952,0	8 769,4	153 721,4
di cui:						
equivalenti di cassa	2 979,7	-	2 979,7	2 640,6	6,8	2 647,4
altre attività	154 045,9	8 412,2	162 458,1	142 311,4	8 762,6	151 074,0

B. Attività in valuta del portafoglio di investimento

Le attività del portafoglio di investimento della Banca sono riportate in bilancio al loro valore di mercato. La differenza positiva tra questo valore e il costo storico viene imputata al conto rivalutazione titoli (incluso alla voce "Altri conti di capitale" nella Situazione patrimoniale), mentre le plus/minusvalenze realizzate su cessioni sono contabilizzate al Conto profitti e perdite.

Descrizioni più dettagliate del conto rivalutazione titoli e delle plusvalenze da cessioni di titoli del portafoglio di investimento sono contenute rispettivamente alle Note 20 e 28.

La tabella seguente analizza i movimenti delle attività in valuta del portafoglio di investimento della Banca:

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Situazione al 1° aprile	8 769,4	7 494,8
Variazione negli equivalenti di cassa	(6,8)	(3,7)
Variazione netta nelle attività in valuta del portafoglio di investimento		
Acquisizioni	14 133,8	16 725,0
Cessioni	(3 384,2)	(5 263,7)
Partite in scadenza e altri movimenti netti	(10 956,8)	(10 240,7)
	(207,2)	1 220,6
Variazione netta nelle transazioni in attesa di regolamento	(63,9)	62,0
Valori di mercato e altri movimenti	(79,3)	(4,3)
Situazione al 31 marzo	8 412,2	8 769,4

7. Strumenti finanziari derivati

La Banca impiega i seguenti tipi di strumenti derivati a fini di copertura e di negoziazione.

Futures su tassi di interesse e titoli obbligazionari: obbligazioni contrattuali a ricevere o corrispondere a una data futura e a un prezzo prestabilito un importo netto determinato in base alle fluttuazioni di tassi di interesse o quotazioni obbligazionarie su un mercato organizzato. I contratti *futures* sono garantiti da contante o titoli negoziabili, e le loro oscillazioni di valore vengono regolate giornalmente in borsa.

Opzioni su valute e titoli obbligazionari: accordi contrattuali con cui il venditore conferisce all'acquirente – dietro pagamento di un premio – il diritto, ma non l'obbligo, di ritirare (opzione *call*) o di consegnare (opzione *put*) a un prezzo prestabilito una determinata quantità di valuta, oro o titoli obbligazionari o ovvero entro una certa data.

Swap su valute, oro, tassi di interesse a valute incrociate e tassi di interesse: impegni a scambiarsi flussi di pagamento diversi riferiti a una data attività sottostante.

Essi possono riguardare valute, oro o tassi di interesse (ad esempio, tasso fisso contro variabile), ovvero una combinazione di tassi di interesse e valute (*swap* su tassi di interesse a valute incrociate). Fatta eccezione per taluni contratti su valute, oro o tassi di interesse a valute incrociate, gli *swap* non originano scambi in linea capitale.

Contratti a termine su valute e su oro: impegni ad acquistare una determinata quantità di valuta estera o di oro a una data futura. Comprendono le transazioni a pronti senza obbligo di consegna.

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.

Swaption: 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 seguente riporta il valore di mercato degli strumenti finanziari derivati della Banca.

in milioni di DSP	2005			2004		
	Ammontare nozionale	Valori di mercato		Ammontare nozionale	Valori di mercato	
		Attivo	Passivo		Attivo	Passivo
Futures su titoli obbligazionari	721,1	1,0	(1,2)	212,7	–	–
Opzioni su titoli obbligazionari	82,7	0,7	–	388,4	0,1	–
Swap su tassi di interesse a valute incrociate	10 619,0	246,7	(2 221,7)	11 388,0	241,4	(2 454,5)
Contratti a termine su valute e su oro	1 297,6	16,0	(9,0)	2 209,5	17,7	(5,6)
Opzioni su valute	2 276,2	0,7	(4,4)	16,6	–	–
Swap su valute e su oro	31 993,1	480,6	(145,3)	37 990,0	53,7	(750,1)
Forward rate agreement	45 074,2	5,3	(3,2)	17 623,0	4,7	(5,0)
Futures su tassi di interesse	19 195,0	1,4	(0,2)	42 143,9	0,4	(0,4)
Swap su tassi di interesse	202 919,6	1 433,8	(1 038,5)	85 894,0	3 003,1	(1 099,1)
Opzioni su futures	3 306,0	0,9	(0,5)	–	–	–
Swaption	2 818,0	0,9	(16,6)	1 589,4	–	(25,0)
Totale strumenti finanziari derivati al 31 marzo	320 302,5	2 188,0	(3 440,6)	199 455,5	3 321,1	(4 339,7)
Strumenti finanziari derivati netti al 31 marzo			(1 252,6)			(1 018,6)

8. Partite in corso di ricezione

in milioni di DSP	2005	2004
Transazioni finanziarie in attesa di regolamento	4 018,1	1 598,0
Altre attività	10,5	11,6
Totale partite in corso di ricezione	4 028,6	1 609,6

Le "Transazioni finanziarie in attesa di regolamento" riguardano partite in corso di ricezione a breve termine (in genere, entro un 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.

9. Terreni, immobili, arredi e attrezzature

				2005	2004
	Terreni	Immobili	Arredi e attrezzature (informatiche e di altra natura)	Totale	Totale
<i>in milioni di DSP</i>					
Costo storico					
Saldo al 1° aprile	41,2	185,1	88,1	314,4	305,7
Spesa in conto capitale	-	-	14,9	14,9	10,5
Dismissioni e smobilizzi	-	-	(16,8)	(16,8)	(1,8)
Saldo al 31 marzo	41,2	185,1	86,2	312,5	314,4
Ammortamenti					
Ammortamento cumulativo al 1° aprile	-	68,3	56,1	124,4	109,3
Ammortamenti	-	4,2	11,5	15,7	16,9
Dismissioni e smobilizzi	-	-	(16,8)	(16,8)	(1,8)
Saldo al 31 marzo	-	72,5	50,8	123,3	124,4
Valore contabile netto al 31 marzo	41,2	112,6	35,4	189,2	90,0

Gli ammortamenti per l'anno finanziario chiuso il 31 marzo 2005 comprendono un onere aggiuntivo di DSP 2,4 milioni derivante da una verifica sullo stato di deterioramento delle immobilizzazioni (2004: DSP 3,3 milioni).

A seguito della revisione dei costi capitalizzati nell'anno finanziario chiuso il 31 marzo 2005, l'ammontare di DSP 16,8 milioni è stato portato in detrazione dei costi capitalizzati e integralmente ammortizzati relativi ad attrezzature informatiche e di altra natura.

10. Depositi in valuta

I depositi in valuta – illustrati nella tabella seguente – sono crediti scritturali nei confronti della Banca.

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di 1-2 giorni		
Medium-Term Instrument (MTI)	42 694,7	41 198,8
FIXBIS	53 712,0	35 212,5
	96 406,7	76 411,3
Altri depositi in valuta		
Altri strumenti di deposito (FRIBIS)	3 192,4	6 200,2
Depositi a vista, con termine di preavviso e a scadenza fissa	51 019,7	50 541,0
	54 212,1	56 741,2
Totale depositi in valuta	150 618,8	133 152,5

La Banca si è impegnata a rimborsare, in tutto o in parte, taluni strumenti di deposito 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 "Variazioni nette di valutazione".

I depositi in valuta (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 2005, per il totale dei depositi in valuta, la Banca era contrattualmente tenuta a pagare alla scadenza DSP 151 115,9 milioni, comprensivi degli interessi maturati a tale data (2004: DSP 131 482,6 milioni).

Per stimare il valore di mercato dei depositi in valuta la Banca ricorre all'utilizzo di modelli finanziari. Questi valutano i flussi monetari attesi degli strumenti finanziari mediante fattori di sconto desunti in parte da tassi di interesse quotati ufficialmente (ad esempio, Libor e tassi *swap*) e in parte da ipotesi sull'evoluzione degli *spread*. La BRI calcola questi differenziali sulla base delle operazioni di mercato recenti. Nell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2005 le modifiche alle suddette ipotesi hanno determinato un calo nei profitti della Banca per DSP 7,9 milioni.

11. Depositi passivi in oro

I depositi di oro presso la Banca provengono interamente da banche centrali.

12. 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 all'inizio della transazione, 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.

13. 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 ancora stato trasferimento di contante. Fra di esse figurano gli acquisti di attività e i riacquisti di passività effettuati.

14. Altre passività

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Obbligazioni del sistema pensionistico (Nota 21)		
Pensioni dei membri del Consiglio di amministrazione	4,2	4,0
Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	127,3	111,2
Debiti verso ex azionisti	3,9	14,5
Altre	15,9	14,7
Totale altre passività	151,3	144,4

15. Capitale azionario

Il capitale azionario della Banca si compone di:

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Capitale autorizzato: 600 000 azioni, del valore unitario di DSP 5 000	3 000,0	3 000,0
Capitale emesso: 547 125 azioni	2 735,6	2 735,6
Capitale versato (25%)	683,9	683,9

Il numero di azioni aventi diritto al dividendo è:

	2005	2004
Azioni emesse	547 125	547 125
Meno: azioni proprie	(36 933)	(77 052)
Azioni distribuite aventi diritto al dividendo	510 192	470 073
di cui:		
con diritto al dividendo integrale	470 073	452 073
con diritto al dividendo <i>pro rata temporis</i> in base alla data di valuta della sottoscrizione	40 119	18 000
Dividendo unitario (in DSP)	235	225

Le azioni aventi diritto al dividendo *pro rata temporis* a partire dalla data di valuta della sottoscrizione rispecchiano l'emissione di azioni a sei nuove banche centrali membri durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2004 e la redistribuzione di azioni proprie durante l'esercizio chiuso il 31 marzo 2005 (Nota 18).

16. Riserve statutarie

Lo Statuto della BRI dispone che, su proposta del Consiglio di amministrazione e con deliberazione dell'Assemblea generale ordinaria, gli utili netti annuali della Banca siano destinati a tre specifici fondi di riserva: il Fondo di riserva legale, il Fondo di riserva generale e il Fondo speciale di riserva per i dividendi. La parte degli utili netti rimanente dopo il pagamento dei dividendi è solitamente destinata al Fondo di riserva libero.

Fondo di riserva legale – Questo fondo è attualmente pari al suo massimo, fissato al 10% del capitale della Banca effettivamente versato.

Fondo di riserva generale – Una volta eseguito il pagamento del dividendo, gli utili netti annuali residui devono essere destinati per il 10% al Fondo di riserva generale. Quando il saldo di questo Fondo raggiunge il quintuplo del capitale versato, tale percentuale annua di contribuzione scende al 5%.

Fondo speciale di riserva per i dividendi – È possibile accantonare una parte degli utili netti residui al Fondo speciale di riserva per i dividendi, destinato – ove necessario – al pagamento di tutto o parte del dividendo deliberato. I dividendi vengono di norma corrisposti a valere sugli utili netti della Banca.

Fondo di riserva libero – Dopo aver effettuato i suddetti versamenti, gli eventuali utili netti non ancora distribuiti sono generalmente accreditati al Fondo di riserva libero.

Gli introiti derivanti dalla sottoscrizione di azioni della BRI vengono trasferiti al Fondo di riserva legale nella misura necessaria per mantenerlo pari al 10% del capitale versato; la parte restante viene accreditata al Fondo di riserva generale.

Il Fondo di riserva libero, il Fondo di riserva generale e il Fondo di riserva legale sono utilizzabili, in quest'ordine, per far fronte a eventuali perdite. In caso di liquidazione della BRI, dopo che siano state saldate tutte le passività della Banca e le spese di liquidazione, i suddetti fondi di riserva sarebbero ripartiti fra gli azionisti.

17. 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, dando luogo al riscatto obbligatorio di 72 648 azioni detenute da azionisti privati (ossia, diversi da banche centrali) per le quali esercitano il diritto di voto le banche centrali belga, francese e statunitense. La relativa indennità è stata corrisposta nella misura di 16 000 franchi svizzeri per azione. Al tempo stesso, la BRI ha riscattato 2 304 azioni di queste tre emissioni possedute da altre banche centrali. La Banca detiene queste azioni nel proprio portafoglio; durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2005 essa ne ha redistribuite 40 119, corrispondenti ai titoli delle emissioni belga e francese detenuti in proprio dalla BRI, alle banche centrali di quei paesi (Nota 18).

Tre ex azionisti privati hanno espresso insoddisfazione riguardo all'importo dell'indennità loro corrisposta dalla Banca in connessione con il riscatto obbligatorio; essi hanno intentato azioni dinanzi al Tribunale arbitrale dell'Aia, conclusesi con la sentenza arbitrale pronunciata il 19 settembre 2003, con cui il Tribunale stabiliva il pagamento di un'indennità aggiuntiva di CHF 7 977,56 per azione. La Banca ha esteso l'applicazione di tale decisione alla totalità degli ex azionisti nel regolamento finale di tutte le spettanze connesse con il riacquisto delle azioni. Il costo complessivo del riscatto delle suddette 74 952 azioni è pertanto 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
Totale	153,8

Per oltre il 99% dei titoli riscattati gli ex azionisti privati hanno reso la necessaria documentazione e richiesto il pagamento. L'indennità non ancora corrisposta, che ammonta a DSP 3,9 milioni (2004: DSP 14,5 milioni), è stata inclusa fra le "Altre passività" (Nota 14).

18. Azioni proprie

	2005	2004
Situazione al 1° aprile		
Riacquisto di azioni nell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2001	74 952	74 952
Altre	2 100	2 100
Totale al 1° aprile	77 052	77 052
Redistribuzione alle banche centrali azioniste	(40 119)	–
Situazione al 31 marzo	36 933	77 052

Conformemente allo Statuto della Banca, il Consiglio di amministrazione ha la facoltà di redistribuire le azioni della BRI riscattate agli inizi del 2001 e successivamente detenute in portafoglio (Nota 17) mediante vendita alle banche centrali azioniste contro pagamento di un ammontare equivalente a quello dell'indennità corrisposta agli ex azionisti (ossia CHF 23 977,56 per azione). Su questa base, nell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2005 la Banca ha provveduto a redistribuire la totalità delle azioni delle emissioni belga e francese detenute in portafoglio alle banche centrali dei corrispondenti paesi. Gli introiti derivanti dalla vendita di questi 40 119 titoli sono ammontati a CHF 962,0 milioni, equivalenti a DSP 536,7 milioni alle relative date di regolamento. L'ammontare è stato accreditato al capitale della Banca come segue:

<i>in milioni di DSP</i>	2005
Azioni proprie	456,4
Fondo di riserva generale – variazioni di cambio	80,3
Totale	536,7

L'importo di DSP 456,4 milioni rappresenta l'equivalente in diritti speciali di prelievo del costo dell'indennità

corrisposta in franchi svizzeri agli ex azionisti privati per il riscatto dei titoli delle emissioni belga e francese nel gennaio 2001, nonché per la sentenza definitiva del Tribunale arbitrale dell'Aia nel settembre 2003. Allorché nel corso dell'esercizio sono stati ricevuti i proventi della redistribuzione delle azioni si è realizzata una plusvalenza di DSP 80,3 milioni, derivante dall'apprezzamento del franco svizzero nei confronti dei diritti speciali di prelievo nel periodo dal 2001 alla vendita delle azioni.

Le rimanenti azioni proprie constano di 35 933 titoli dell'emissione americana (34 833 riscattati nel 2001 e 1 100 già detenuti dalla Banca) e di 1 000 titoli sospesi dell'emissione albanese. La Nota 40 fornisce ulteriori ragguagli in merito alla redistribuzione delle azioni dell'emissione americana.

19. Utile unitario

	2005	2004
Utile netto per l'esercizio finanziario (in milioni di DSP)	370,9	536,1
Numero medio ponderato di azioni aventi diritto al dividendo	486 673	462 114
Utile unitario (DSP per azione)	762,1	1 160

Il dividendo proposto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2005 è di DSP 235 per azione (2004: DSP 225).

20. Altri conti di capitale

Gli "Altri conti di capitale" rappresentano i conti rivalutazione delle attività in valuta e in oro del portafoglio di investimento, descritti in maggior dettaglio alle Note 5 e 6.

Essi comprendono:

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Conto rivalutazione titoli	92,2	178,5
Conto rivalutazione oro	759,3	833,3
Totale altri conti di capitale	851,5	1 011,8

A. Conto rivalutazione titoli

A questo conto viene imputata la differenza tra il valore di mercato e il costo ammortizzato dei titoli del portafoglio di investimento della Banca.

La tabella seguente riporta i movimenti del conto rivalutazione titoli:

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Situazione al 1° aprile	178,5	337,2
Rettifiche nette di valutazione		
Plusvalenze su cessioni	(7,0)	(154,4)
Valore di mercato e altri movimenti	(79,3)	(4,3)
	(86,3)	(158,7)
Situazione al 31 marzo	92,2	178,5

Le tabelle seguenti riportano i saldi del conto rivalutazione titoli:

Al 31 marzo 2005	Valore di mercato delle attività	Costo storico	Conto rivalutazione titoli	Plusvalenze lorde	Minusvalenze lorde
<i>in milioni di DSP</i>					
Titoli acquistati pronti contro termine	962,8	962,8	-	-	-
Titoli di Stato e altri titoli	7 449,4	7 357,2	92,2	137,9	(45,7)
Totale	8 412,2	8 320,0	92,2	137,9	(45,7)

Al 31 marzo 2004	Valore di mercato delle attività	Costo storico	Conto 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)
Totale	8 769,4	8 590,9	178,5	193,0	(14,5)

B. Conto rivalutazione oro

Questo conto accoglie la differenza tra il valore contabile e il costo stimato delle disponibilità in oro del portafoglio di investimento della Banca. Per quanto concerne le disponibilità al 31 marzo 2003 (data in cui la Banca ha modificato la propria unità di conto dal franco oro al DSP), il costo stimato è di circa DSP 151 per oncia di fino; tale ammontare deriva dalla conversione di USD 208 – valore che era stato applicato tra il 1979 e il 2003 in osservanza di quanto stabilito dal Consiglio di amministrazione della Banca – al tasso di cambio vigente al 31 marzo 2003.

La tabella seguente riporta la variazione del conto rivalutazione oro:

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Situazione al 1° aprile	833,3	571,6
Rettifiche nette di valutazione		
Plusvalenze su cessioni	(50,5)	-
Oscillazioni del prezzo dell'oro	(23,5)	261,7
	(74,0)	261,7
Situazione al 31 marzo	759,3	833,3

21. Obbligazioni del sistema pensionistico

A. Pensioni dei membri del Consiglio di amministrazione

La Banca gestisce un fondo a ripartizione di pensione a prestazione definita per i membri del 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>	2005	2004
Passivo al 1° aprile	4,0	4,0
Contributi versati	(0,3)	(0,3)
Imputazione al Conto profitti e perdite	0,3	0,4
Differenze di cambio	0,2	(0,1)
Passivo al 31 marzo (Nota 14)	4,2	4,0
Perdita attuariale non riconosciuta	0,1	0,6
Valore attuale dell'obbligazione	4,3	4,6

Le ipotesi attuariali impiegate nel calcolo di queste prestazioni sono analoghe a quelle formulate per le pensioni dei membri del personale (si veda oltre), salvo che il tasso stimato di crescita della remunerazione è posto pari all'1,5% annuo.

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, di natura analoga a un fondo fiduciario. Le attività del fondo sono amministrate dalla Banca nel solo interesse dei beneficiari presenti e futuri del sistema. Il fondo viene valutato con cadenza annuale da attuari indipendenti; l'ultima valutazione risale al 30 settembre 2004.

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Valore attuale delle obbligazioni capitalizzate	596,4	527,8
Valore di mercato delle attività del fondo	(566,6)	(525,4)
	29,8	2,4
Perdite attuariali non riconosciute	(29,8)	(2,4)
Passività al 31 marzo	-	-

I movimenti del conto nell'esercizio finanziario sono stati i seguenti:

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Passività al 1° aprile	-	-
Contributi versati	(15,1)	(14,5)
Imputazione al Conto profitti e perdite	15,1	14,5
Passività al 31 marzo	-	-

Le imputazioni al Conto profitti e perdite sono state le seguenti:

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Oneri per il servizio corrente	23,3	20,0
Oneri da interessi	18,9	17,4
Rendimento atteso sulle attività del fondo	(27,3)	(22,9)
Perdite attuariali nette riconosciute nell'esercizio finanziario	-	2,9
Perdite/(utili) attuariali non riconosciuti	0,2	(2,9)
Totale imputato alle spese di amministrazione	15,1	14,5

Le principali ipotesi attuariali utilizzate per i suddetti calcoli sono state:

	2005	2004
Tasso di sconto – tasso di mercato di obbligazioni societarie svizzere di prima qualità	3,25%	3,5%
Rendimento atteso sulle attività del fondo	5,0%	5,0%

Il rendimento effettivo sulle attività del fondo nel 2005 è stato del 3,2% (2004: 13,9%). L'obbligazione della Banca nei confronti dei dipendenti è rappresentata dal valore attuale delle prestazioni pensionistiche garantite. Tale obbligazione viene calcolata prendendo a riferimento gli stipendi presumibili alla data in cui le prestazioni diverranno esigibili. Il tasso di incremento stipendiale è attualmente posto pari al 4,1% (2004: 4,1%). Il calcolo presuppone inoltre un tasso di aumento degli emolumenti pensionistici pari all'1,5% (2004: 1,5%) per i partecipanti presenti e futuri del sistema.

C. Erogazioni a titolo di malattia e infortunio

La Banca eroga inoltre indennità post-pensionamento a ripartizione 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 impiegate per il calcolo delle relative indennità, sono analoghe a quelle utilizzate per le pensioni dei membri del personale, ad eccezione di un'ipotesi addizionale che postula un tasso di crescita tendenziale del 5% annuo per i costi dell'assistenza sanitaria.

Le variazioni dei conti nell'esercizio finanziario sono state le seguenti:

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Passività al 1° aprile	111,2	97,1
Contributi versati	(1,7)	(1,2)
Imputazione al Conto profitti e perdite	12,7	16,4
Differenze di cambio	5,1	(1,1)
Passività al 31 marzo (Nota 14)	127,3	111,2
Perdite attuariali non riconosciute	52,5	18,1
Valore attuale dell'obbligazione	179,8	129,3

Le imputazioni al Conto profitti e perdite sono state le seguenti:

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Oneri per il servizio corrente	7,7	7,0
Oneri da interessi	4,7	4,1
Perdite attuariali nette riconosciute nell'esercizio finanziario	0,3	0,4
Oneri aggiuntivi	-	4,9
Totale imputato alle spese di amministrazione	12,7	16,4

22. Reddito da interessi

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Interessi sulle attività del portafoglio di investimento		
Titoli acquistati pronti contro termine	14,5	9,9
Titoli di Stato e altri titoli	255,4	269,8
Disponibilità in oro	23,4	25,4
	293,3	305,1
Interessi sulle attività del portafoglio bancario		
Buoni del Tesoro	335,5	233,4
Titoli acquistati pronti contro termine	81,6	104,3
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	1 693,4	1 098,5
Titoli di Stato e altri titoli	767,5	721,6
Disponibilità in oro	7,2	8,2
	2 885,2	2 166,0
Interessi su strumenti finanziari derivati	879,5	1 022,3
Altri interessi	0,8	0,5
Totale reddito da interessi	4 058,8	3 493,9
di cui: interessi ricevuti durante l'esercizio	3 981,1	3 830,2

23. Oneri da interessi

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Interessi su depositi in oro	5,8	7,0
Interessi su depositi in valuta	3 364,2	2 665,7
Interessi su titoli ceduti pronti contro termine	14,1	8,4
Totale oneri da interessi	3 384,1	2 681,1
di cui: interessi corrisposti durante l'esercizio	3 320,7	2 676,6

24. Variazioni nette di valutazione

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Variazioni di valutazione non realizzate su attività finanziarie del portafoglio bancario	(247,9)	(98,9)
Plusvalenze realizzate su attività finanziarie del portafoglio bancario	20,9	32,1
Variazioni di valutazione non realizzate su passività finanziarie	1 478,0	583,8
Perdite realizzate su passività finanziarie	(16,7)	(327,1)
Variazioni di valutazione su strumenti finanziari derivati	(1 417,4)	(448,6)
Variazioni nette di valutazione	(183,1)	(258,7)

25. Reddito netto da commissioni e provvigioni

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Proventi per commissioni e provvigioni	4,3	5,8
Oneri per commissioni e provvigioni	(3,0)	(4,4)
Reddito netto da commissioni e provvigioni	1,3	1,4

26. Plus/minusvalenze valutarie nette

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Plusvalenze nette su transazioni	11,9	25,8
Minusvalenze nette su transazioni	(46,4)	(16,8)
Plus/(minus)valenze valutarie nette	(34,5)	9,0

La minusvalenza valutaria netta per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2005 è principalmente ascrivibile all'impatto dell'apprezzamento del franco svizzero nei confronti dei diritti speciali di prelievo sulle posizioni corte in franchi della Banca (Nota 37F) preesistenti alla sottoscrizione da parte delle banche centrali di Belgio e Francia delle azioni appartenenti alle rispettive emissioni nazionali e detenute dalla BRI. Alla data di sottoscrizione questa minusvalenza (insieme a quelle relative agli anni successivi al riscatto dei titoli in mano agli azionisti privati nel 2001) è stata compensata da una plusvalenza valutaria realizzata di DSP 80,3 milioni nel capitale della Banca (Nota 18).

27. 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>	2005	2004
Consiglio di amministrazione		
Compensi ai membri del Consiglio	1,6	1,6
Pensioni	0,6	0,6
Trasferte, riunioni esterne del Consiglio e altre spese	1,0	1,5
	3,2	3,7
Direzione e personale		
Stipendi	97,1	96,1
Pensioni	30,9	30,2
Altre spese relative al personale	38,3	44,4
	166,3	170,7
Funzionamento degli uffici e altre spese	64,5	62,1
Spese di amministrazione in milioni di CHF	234,0	236,5
Spese di amministrazione in milioni di DSP	129,3	125,6
Ammortamenti in milioni di DSP	15,7	16,9
Spese di amministrazione in milioni di DSP	145,0	142,5

Durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2005 il numero medio di posizioni equivalenti a tempo pieno era di 526 unità (2004: 509).

28. Plusvalenze nette su vendite di titoli del portafoglio di investimento

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Introiti da cessioni	3 384,2	5 263,7
Costo ammortizzato	(3 377,2)	(5 109,3)
Plusvalenze nette	7,0	154,4
di cui:		
plusvalenze lorde realizzate	32,9	172,5
minusvalenze lorde realizzate	(25,9)	(18,1)

29. Plusvalenze nette su vendite di oro del portafoglio di investimento

I profitti sulle vendite di oro del portafoglio di investimento nell'anno finanziario chiuso il 31 marzo 2005 sono stati:

<i>in milioni di DSP</i>	2005
Introiti da cessioni	108,6
Costo stimato (Nota 20B)	(58,1)
Plusvalenze lorde realizzate	50,5

Nell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2004 non vi erano state cessioni di oro del portafoglio di investimento.

30. Cassa ed equivalenti di cassa

Ai fini del Rendiconto finanziario, la cassa e gli equivalenti di cassa comprendono:

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Cassa e altri conti a vista presso banche	25,8	18,9
Conti a richiesta e con termine di preavviso	2 979,7	2 647,4
Totale cassa ed equivalenti di cassa	3 005,5	2 666,3

31. 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.

32. Tassi di cambio

La tabella seguente riporta i tassi e i prezzi principali usati per la conversione in DSP dei conti in valuta e in oro:

	Tasso a pronti al 31 marzo		Tasso medio per l'anno finanziario chiuso nel	
	2005	2004	2005	2004
USD	0,661	0,675	0,671	0,700
EUR	0,859	0,827	0,845	0,821
JPY	0,00619	0,00649	0,00625	0,00620
GBP	1,248	1,239	1,238	1,183
CHF	0,554	0,530	0,549	0,531
Oro	282,7	286,5	277,9	263,8

33. Partite fuori bilancio

Le operazioni fiduciarie sono effettuate a nome della BRI, ma per conto e a rischio della sua clientela, senza diritto di rivalsa verso la Banca.

Esse non figurano in bilancio e comprendono:

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Valore nominale dei titoli detenuti a fronte di:		
contratti di custodia	10 009,2	9 153,5
contratti di pegno	2 275,2	2 346,2
mandati di gestione di portafoglio	3 769,4	2 903,3
Totale	16 053,8	14 403,0

Gli strumenti finanziari detenuti a fronte degli accordi di cui sopra sono custoditi presso depositari esterni (banche centrali e istituzioni commerciali).

34. Impegni di credito

La Banca fornisce alle banche centrali e istituzioni internazionali sue clienti aperture di credito *standby* irrevocabili. Al 31 marzo 2005 gli impegni in essere di questo tipo erano pari a DSP 5 480,4 milioni (2004: DSP 3 677,3 milioni), di cui DSP 315,0 milioni non assistiti da garanzia (2004: DSP 118,2 milioni).

35. Tassi di interesse effettivi

Il tasso di interesse effettivo è il tasso di sconto che uguaglia i flussi di cassa futuri attesi di uno strumento finanziario al suo valore contabile attuale.

La tabella seguente riporta i tassi di interesse effettivi per gli strumenti finanziari pertinenti, suddivisi per le principali valute.

Al 31 marzo 2005	USD	EUR	GBP	JPY	Altre valute
<i>in percentuale</i>					
Attività					
Depositi in oro	-	-	-	-	0,82
Buoni del Tesoro	2,70	2,13	-	-	-
Titoli acquistati pronti contro termine	2,71	2,12	4,79	-	-
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	2,77	2,24	4,93	-	4,15
Titoli di Stato e altri titoli	3,63	3,14	4,96	0,45	3,94
Passività					
Depositi in valuta	3,00	2,29	4,73	-	3,29
Depositi in oro	-	-	-	-	0,46
Titoli ceduti pronti contro termine	2,43	-	-	-	-

36. Analisi di concentrazione

A. Passività totali

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Africa	14 024,8	9 771,6
Asia-Pacifico	80 642,4	70 611,0
Europa	41 772,5	47 577,3
Americhe	28 910,3	25 287,6
Organizzazioni internazionali	4 883,1	5 077,3
Totale	170 233,1	158 324,8

I depositi in valuta e oro, principalmente da banche centrali e istituzioni internazionali, costituiscono il 92,7% delle passività totali della Banca. Questi depositi presentano importanti concentrazioni su singoli clienti. Al 31 marzo 2005 essi erano intestati a 159 depositanti (2004: 155), di cui tre (2004: 5) contribuivano ciascuno a oltre il 5% del totale in base alla data di regolamento. La Nota 37 illustra come la Banca gestisce il corrispondente rischio di concentrazione.

B. Impegni di credito

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Asia-Pacifico	5 259,1	3 461,3
Europa	221,3	216,0
Totale	5 480,4	3 677,3

La Nota 34 illustra in maggior dettaglio gli impegni di credito della BRI.

C. Partite fuori bilancio

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Africa	594,6	527,4
Asia-Pacifico	12 144,1	10 552,9
Europa	556,8	534,0
Americhe	2 758,3	2 788,7
Totale	16 053,8	14 403,0

La Nota 33 illustra in maggior dettaglio le partite fuori bilancio della Banca.

D. Attività totali

La BRI investe la maggior parte dei propri fondi sul mercato interbancario (presso istituzioni finanziarie globali situate nei paesi del G10) e in titoli pubblici dei paesi del G10. Non viene qui presentata l'analisi geografica delle attività totali della Banca poiché la Direzione ritiene che non fornirebbe un quadro veritiero dell'effetto economico degli investimenti della BRI.

37. Mezzi propri e gestione dei rischi

A. Rischi cui è esposta la Banca

La Banca è esposta alle seguenti categorie di rischio:

Rischio di credito – Rischio di perdita finanziaria derivante dall'inadempienza di una controparte nell'assolvere le proprie obbligazioni debitorie nei termini prefissati. Si tratta del rischio più importante in cui incorre la Banca.

Rischio di mercato – Rischio di variazione nel valore complessivo di attività e passività dovuta a movimenti avversi di variabili di mercato quali tassi di interesse, tassi di cambio e prezzo dell'oro.

Rischio di liquidità – Rischio di trovarsi nell'incapacità di regolare le proprie obbligazioni alla scadenza senza incorrere in perdite inaccettabili.

Rischio operativo – 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 da parte della 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 portafogli distinti.

Depositi passivi in valuta e oro, attività del portafoglio bancario 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 principalmente all'investimento del capitale della Banca

La maggior parte del capitale della Banca è investita in strumenti finanziari denominati nelle valute che compongono i DSP, gestiti facendo riferimento a un indice obbligazionario con un obiettivo prefissato di durata media 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

manuale dettagliato, che viene rivisto periodicamente. Anche i limiti di credito accordati alle varie controparti sono riportati in un documento apposito; ogni modifica di tali limiti è soggetta all'approvazione dei dirigenti preposti.

A potenziare il controllo dei rischi intervengono le funzioni contabile e giuridica. 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 interna di controllo della conformità si adopera per assicurare con ragionevole certezza che le attività svolte dalla Banca e dal suo personale siano conformi alle leggi e ai regolamenti vigenti, allo Statuto della BRI, al Codice di condotta della Banca, alle altre prescrizioni e politiche interne, nonché alle prassi ottimali applicabili. La funzione di controllo della conformità individua e valuta i rischi di conformità, orienta e sensibilizza il personale sulle questioni di competenza, espleta mansioni di controllo e di *reporting* e, in collaborazione con il Servizio giuridico, fornisce consulenza.

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 suoi compiti figurano la revisione delle procedure di gestione del rischio, dei sistemi di controllo interni, dei sistemi informativi e delle prassi di governo societario.

Il Condirettore generale è responsabile delle funzioni di controllo dei rischi, controllo della conformità e audit interno della Banca; queste ultime due funzioni riferiscono anche al Comitato di revisione del Consiglio di amministrazione.

C. Metodologie applicate al rischio

La Banca 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. 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 *value-at-risk* (VaR, o "valore a rischio") del portafoglio di crediti, basato sulla valutazione interna 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.

Il calcolo del capitale economico a fronte del rischio di mercato discende dalla metodologia VaR della Banca (si veda la seguente sezione F 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 in cui è incorsa la Banca in passato sia di dati di perdita esterni.

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 posizione patrimoniale molto solida, misurata secondo il modello basato sul capitale economico e sullo schema proposto nell'Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali del luglio 1988 ("Accordo di Basilea"). La tabella seguente illustra la situazione patrimoniale della Banca al 31 marzo 2005:

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Capitale azionario	683,9	683,9
Riserve statutarie	8 743,2	8 230,8
Meno: azioni proprie	(396,2)	(852,6)
Patrimonio di base (Tier 1)	9 030,9	8 062,1
Conto profitti e perdite	370,9	536,1
Altri conti di capitale	851,5	1 011,8
Capitale totale	10 253,3	9 610,0

I coefficienti previsti dall'Accordo di Basilea misurano l'adeguatezza dei mezzi propri 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 elevati in ragione dell'incidenza di debito sovrano (che ha una ponderazione di rischio nulla) sul totale dell'attivo. Al 31 marzo 2005 il quoziente del patrimonio di base della Banca era pari al 35,8% (2004: 34,7%).

E. Rischio di credito

Il rischio di credito comprende le fattispecie di seguito elencate.

Rischio di inadempienza – 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 BRI a banche centrali e organizzazioni 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 valuta in questione.

La Banca gestisce l'esposizione al rischio di credito imponendo limiti sull'ammontare dei rischi assunti in relazione a un mutuatario o a un gruppo di mutuatari. Tali rischi vengono monitorati periodicamente, rivisti con cadenza almeno annuale e, ove ritenuto opportuno, modificati. Le revisioni tengono principalmente conto della capacità dei debitori effettivi e potenziali di adempiere le obbligazioni di pagamento in linea capitale e interessi. I limiti al rischio di credito sono approvati dal Consiglio di amministrazione; a essi si fa riferimento nel quotidiano monitoraggio delle esposizioni effettive.

Per attenuare il rischio di credito sugli strumenti finanziari derivati la Banca esige poi apposite garanzie, oltre a quelle richieste a fronte di operazioni pronti contro termine, e ha istituito accordi bilaterali di compensazione con alcune delle sue controparti.

1. Rischio di inadempienza

La Banca controlla il rischio di inadempienza 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 punteggi interni di affidabilità creditizia. Sulla base di queste analisi vengono fissati i limiti di fido.

Il rischio di inadempienza sul portafoglio titoli della BRI è attenuato dall'elevata liquidità di gran parte degli attivi. Qualora la Direzione della Banca reputi che il rischio di insolvenza associato a una determinata controparte abbia raggiunto livelli inaccettabili, i titoli corrispondenti vengono posti in vendita. Sugli strumenti derivati negoziati fuori borsa tale rischio è mitigato da accordi per la costituzione di garanzie.

Le politiche creditizie della BRI garantiscono che le sue attività vengano essenzialmente investite in titoli pubblici o di istituzioni finanziarie con rating non inferiore ad A. In ragione del ristretto numero dei potenziali investimenti, all'interno di tali settori la Banca presenta significative concentrazioni di rischio su singole controparti.

Le tabelle seguenti mostrano l'esposizione creditoria della BRI in base al settore e al rating creditizio:

Settore di rischio <i>incidenza percentuale</i>	2005	2004
Soggetti sovrani	32,5	29,0
Istituzioni finanziarie	61,7	65,0
Altri	5,8	6,0
	100,0	100,0

Rating creditizio interno (espresso come rating equivalente a lungo termine) <i>incidenza percentuale</i>	2005	2004
AAA	26,3	25,1
AA	57,0	54,9
A	16,1	19,6
BBB+ e inferiore (inclusi strumenti privi di rating)	0,6	0,4
	100,0	100,0

2. 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 parti 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 con breve preavviso;
- nel caso di operazioni in cambi, assicurandosi ove possibile che tali operazioni siano soggette ad accordi di compensazione attivabili qualora la controparte non effettui la consegna della valuta secondo quanto pattuito;
- misurando e limitando il rischio per ciascuna controparte.

3. Rischio di trasferimento valutario

La Banca misura il rischio di trasferimento valutario per singolo paese, fissandone i relativi limiti.

F. 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 del suo patrimonio. 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 potenziale massima 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 fissa dei limiti all'utilizzo del capitale economico della BRI 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 segnalazioni, comprese specifiche simulazioni di stress e un dettagliato monitoraggio delle maggiori esposizioni al rischio.

1. Rischio di oscillazione del prezzo dell'oro

Il rischio di oscillazione del prezzo dell'oro è rappresentato dal potenziale impatto sul valore di mercato di attività e passività derivante da variazioni nelle quotazioni del metallo espresse in diritti speciali di prelievo. L'esposizione della Banca a tale rischio riguarda principalmente le disponibilità in oro del portafoglio di investimento, pari a 180 tonnellate di fino (2004: 192 tonnellate). Queste sono detenute in custodia o depositate presso banche commerciali. Al 31 marzo 2005 circa il 16% del capitale della Banca era costituito da disponibilità in oro (31 marzo 2004: 18%). In misura limitata, la BRI è altresì esposta a tale rischio nelle attività del portafoglio bancario nei confronti di banche centrali e commerciali. Il rischio di oscillazione del prezzo dell'oro viene misurato nell'ambito dello schema per il capitale economico a fronte del rischio di mercato aggregato.

2. Rischio di cambio

Il rischio di cambio rappresenta il potenziale impatto sul valore di mercato di attività e passività derivante da oscillazioni dei tassi di cambio. La Banca è esposta a tale rischio soprattutto attraverso le poste attive collegate alla gestione del suo patrimonio, 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 relative alla gestione del patrimonio della Banca per assicurarne la corrispondenza con le valute componenti il DSP, nonché limitando scrupolosamente le esposizioni a fronte dei depositi della clientela e dell'attività di intermediazione valutaria.

La tabella seguente riporta le posizioni valutarie della Banca al netto degli aggiustamenti per le disponibilità proprie in oro.

Attività nette al 31 marzo

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Franco svizzero	(137,0)	(655,6)
Dollaro USA	21,3	297,9
Euro	4,3	111,3
Yen giapponese	36,7	130,9
Sterlina britannica	12,7	57,7
Corona svedese	58,1	54,3
Altre valute	3,9	3,5

La posizione corta in franchi svizzeri al 31 marzo 2005 è principalmente ascrivibile alle obbligazioni del sistema pensionistico della Banca (Nota 21), mentre quella al 31 marzo 2004 deriva soprattutto dal riscatto delle azioni della BRI nel 2001 (Nota 17) e solo in misura minore dal sistema pensionistico. La flessione della posizione corta in franchi svizzeri nel 2005 si deve alla sottoscrizione (a un

prezzo fissato in questa moneta) da parte delle banche centrali di Belgio e Francia delle azioni appartenenti alle rispettive emissioni nazionali e precedentemente detenute dalla BRI.

3. Rischio di tasso di interesse

Il rischio di tasso di interesse rappresenta il potenziale impatto sul valore di mercato di attività e passività derivante da oscillazioni dei tassi di interesse. La Banca è esposta a questo rischio principalmente tramite le attività fruttifere di interesse collegate alla gestione del suo patrimonio. Tali attività sono amministrate facendo riferimento a un indice obbligazionario con un obiettivo prefissato di durata media 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 controlla rigorosamente il rischio di tasso di interesse, considerando anche la sensibilità dei valori di mercato alle oscillazioni dei tassi. Tale rischio viene attenuato per mezzo di limiti basati su capitale economico, VaR e simulazioni di stress.

La tabella seguente mostra l'impatto prodotto sul capitale della Banca da uno spostamento verso l'alto dell'1% nella corrispondente curva dei rendimenti.

Al 31 marzo 2005							
<i>in milioni di DSP</i>	Fino a 6 mesi	Da 7 a 12 mesi	Da 1 a 2 anni	Da 2 a 3 anni	Da 3 a 4 anni	Da 4 a 5 anni	Oltre 5 anni
Euro	(4,6)	(4,5)	(11,6)	(11,1)	(11,2)	(17,8)	(67,8)
Yen giapponese	2,0	(1,0)	(2,5)	(2,0)	(2,6)	(3,0)	(8,1)
Sterlina britannica	(0,8)	1,6	(9,8)	(6,1)	(5,4)	(9,9)	(12,1)
Franco svizzero	(0,3)	0,3	0,1	-	-	-	-
Dollaro USA	16,2	21,0	(46,4)	(7,4)	(9,0)	(17,4)	(56,6)
Altre valute	(0,3)	0,1	(0,1)	-	-	-	-
Totale	12,2	17,5	(70,3)	(26,6)	(28,2)	(48,1)	(144,6)

G. Rischio di liquidità

I movimenti netti dei depositi in oro e in valuta provenienti da banche centrali, organizzazioni internazionali e altre istituzioni pubbliche costituiscono le determinanti fondamentali della dimensione del bilancio della Banca. 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, così da assicurare la sua 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 prudenti riguardo ai flussi di cassa in entrata e alla liquidità

del passivo. All'interno di questo schema, il Consiglio ha fissato una soglia per l'indice di liquidità, secondo cui le attività liquide devono essere almeno pari al 100% delle potenziali esigenze di liquidità della Banca. Vengono inoltre effettuate simulazioni di stress in base a ipotesi estreme di prelievo, che si spingono decisamente al di là delle potenziali esigenze di liquidità stimate. Le simulazioni definiscono requisiti di liquidità aggiuntivi, anch'essi da soddisfare mediante la detenzione di attività liquide. La liquidità della Banca è sempre stata significativamente al di sopra dell'indice minimo richiesto.

Le tabelle seguenti (comprendenti gli strumenti derivati su base netta) mostrano attività e passività ai valori di bilancio, classificate in base alla vita residua alla data di chiusura dell'esercizio.

Al 31 marzo 2005									
milioni di DSP	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 in
Attivo									
Cassa e conti a vista presso banche	25,8	-	-	-	-	-	-	-	25,8
Oro e depositi in oro	5 305,2	188,3	514,2	440,9	531,6	1 564,2	72,6	-	8 617,0
Buoni del Tesoro	5 908,1	12 716,2	6 718,6	3 044,3	2 920,2	-	-	-	31 307,4
Titoli acquistati pronti contro termine	14 034,3	-	-	-	-	-	-	-	14 034,3
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	31 823,2	18 716,8	13 981,0	9 830,4	5 926,9	5,1	33,1	-	80 316,5
Titoli di Stato e altri titoli	3 454,0	4 086,4	3 014,8	2 795,1	5 110,3	16 167,4	5 151,6	-	39 779,6
Partite in corso di ricezione	4 021,5	-	-	-	-	3,5	-	3,6	4 028,6
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	-	-	-	-	-	-	-	189,2	189,2
Totale	64 572,1	35 707,7	24 228,6	16 110,7	14 489,0	17 740,2	5 257,3	192,8	178 298,4
Passivo									
Depositi in valuta									
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di 1-2 giorni	(8 204,1)	(14 081,1)	(14 153,1)	(16 175,8)	(10 937,5)	(30 176,3)	(2 678,8)	-	(96 406,7)
Altri depositi in valuta	(33 081,0)	(6 591,3)	(7 088,4)	(3 439,2)	(4 010,9)	(1,3)	-	-	(54 212,1)
Depositi in oro	(5 423,1)	(133,7)	(487,5)	(331,2)	(287,7)	(375,0)	(72,6)	-	(7 110,8)
Titoli ceduti pronti contro termine	(1 159,4)	-	-	-	-	-	-	-	(1 159,4)
Partite in corso di pagamento	(7 752,2)	-	-	-	-	-	-	-	(7 752,2)
Altre passività	(17,3)	-	-	-	-	-	-	(134,0)	(151,3)
Totale	(55 637,1)	(20 806,1)	(21 729,0)	(19 946,2)	(15 236,1)	(30 552,6)	(2 751,4)	(134,0)	(166 792,5)
Strumenti finanziari derivati su base netta	67,3	172,8	(152,1)	(43,6)	(236,8)	(823,8)	(236,4)	-	(1 252,6)
Scarto in termini di scadenza	9 002,3	15 074,4	2 347,5	(3 879,1)	(983,9)	(13 636,2)	2 269,5	58,8	10 253,3

Al 31 marzo 2004									
<i>in milioni di DSP</i>	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
Attivo									
Cassa e conti a vista presso banche	18,9	-	-	-	-	-	-	-	18,9
Oro e depositi in oro	5 711,4	315,8	603,0	514,2	532,2	1 397,2	-	-	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
Totale	68 382,2	35 419,7	25 442,7	7 401,6	4 407,0	19 062,4	4 304,6	193,5	164 613,7
Passivo									
Depositi in valuta									
Strumenti di deposito 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 valuta									
	(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)
Altre passività									
	(26,6)	-	-	-	-	-	-	(117,8)	(144,4)
Totale	(66 050,3)	(19 825,6)	(21 457,1)	(6 736,3)	(4 405,2)	(31 996,2)	(3 396,6)	(117,8)	(153 985,1)
Strumenti finanziari derivati su base netta									
	(102,9)	(485,8)	(144,6)	3,2	(100,4)	(109,8)	(78,3)	-	(1 018,6)
Scarto in termini di scadenza	2 229,0	15 108,3	3 841,0	668,5	(98,6)	(13 043,6)	829,7	75,7	9 610,0

H. Rischio operativo

Con rischio operativo si intende il rischio di perdite finanziarie e/o danni alla reputazione della Banca derivanti da carenze o disfunzioni a livello di:

- personale (ad esempio, personale insufficiente o privo delle conoscenze richieste, formazione carente, controlli inadeguati, perdita di personale chiave, insufficiente pianificazione delle sostituzioni, mancanza di integrità o di principi deontologici);
- processi (politiche o procedure interne inadeguate, lacunose o inadatte, ovvero non appropriatamente

documentate, recepite, applicate, seguite o fatte rispettare);

- sistemi (hardware, software, infrastrutture o sistemi operativi necessari alle attività della Banca congegnati in maniera inappropriata, ovvero inadatti, inadeguati, non disponibili, inaffidabili o non operanti come previsto);
- eventi esterni (ossia eventi con ripercussioni negative per la Banca e al di fuori del suo controllo).

La Banca gestisce il rischio operativo attraverso un sistema di controlli interni che ricomprende politiche, procedure, prassi e strutture organizzative volte a ridurre la probabilità degli eventi di rischio o a mitigarne le conseguenze avverse. Il capitale economico allocato a fronte del rischio operativo viene calcolato in base a un modello statistico che incorpora le passate esperienze di perdita da rischio operativo della Banca, nonché dati di perdita esterni. La Banca è attualmente all'opera per individuare e stimare i rischi operativi e determinare l'efficacia delle verifiche vigenti attraverso un programma di autovalutazione dei controlli interni (*Control Self-Assessment*, CSA), i cui risultati saranno impiegati per affinare la quantificazione del rischio.

38. Soggetti collegati

La Banca considera come soggetti collegati:

- i membri del Consiglio di amministrazione;
- l'alta Direzione della BRI;
- gli stretti congiunti delle persone suddette;
- le entità che possono influire in misura significativa su un membro del Consiglio o su un Dirigente, o viceversa sulle quali costoro possono influire in misura significativa;
- i sistemi previdenziali della Banca;
- le banche centrali il cui governatore è membro del Consiglio di amministrazione e istituzioni connesse.

Un elenco dei membri del Consiglio di amministrazione e dei Dirigenti è riportato nelle sezioni "Consiglio di amministrazione" e "Dirigenti della Banca" di questa Relazione annuale. La Nota 21 fornisce dettagli in merito ai sistemi previdenziali postpensionamento della BRI.

A. Persone fisiche collegate

La Banca offre a tutti i membri del personale e del Consiglio di amministrazione conti personali di deposito remunerati a un tasso di interesse fissato dal Presidente della BRI. Al 31 marzo 2005 il saldo dei conti accesi a nome dei membri del Consiglio di amministrazione e dell'alta Direzione ammontava a DSP 8,1 milioni (2004: DSP 7,4 milioni). I dettagli delle politiche retributive della BRI sono contenuti nella sezione "Questioni amministrative" di questa Relazione annuale.

B. Banche centrali collegate e istituzioni connesse

La BRI fornisce servizi bancari a banche centrali, organizzazioni internazionali e altre istituzioni pubbliche. A tal fine, nel normale corso della sua operatività, essa conclude transazioni con banche centrali collegate e istituzioni connesse. Tali transazioni includono la concessione di anticipazioni e la raccolta di depositi in valuta e in oro.

La politica della Banca prevede che le transazioni con banche centrali collegate e istituzioni connesse siano concluse alle stesse condizioni delle operazioni effettuate con la clientela di altro tipo.

Depositi in valuta da banche centrali collegate e istituzioni connesse

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Situazione al 1° aprile	34 030,3	33 475,3
Depositi passivi	104 844,2	101 407,8
Depositi in scadenza, rimborsi e movimenti del valore di mercato	(101 906,6)	(103 202,0)
Movimenti netti sui conti a richiesta e con termine di preavviso	2 839,0	2 349,2
Situazione al 31 marzo	39 806,9	34 030,3
Incidenza percentuale sui depositi complessivi in valuta al 31 marzo	26,4%	25,6%

Depositi in oro da banche centrali collegate e istituzioni connesse

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Situazione al 1° aprile	5 049,1	4 208,8
Depositi passivi	154,3	224,5
Prelievi netti e movimenti del prezzo dell'oro	(394,8)	615,8
Situazione al 31 marzo	4 808,6	5 049,1
Incidenza percentuale sui depositi complessivi in oro al 31 marzo	67,6%	69,2%

Titoli acquistati pronti contro termine da banche centrali collegate e istituzioni connesse

<i>in milioni di DSP</i>	2005	2004
Situazione al 1° aprile	4 448,0	218,5
Depositi passivi	1 200 762,4	294 192,5
Partite in scadenza e movimenti del valore di mercato	(1 200 293,1)	(289 963,0)
Situazione al 31 marzo	4 917,3	4 448,0
Incidenza percentuale sul totale dei titoli acquistati pronti contro termine al 31 marzo	35,0%	20,4%

Altri conti con banche centrali collegate e istituzioni connesse

La Banca detiene presso banche centrali collegate e istituzioni connesse conti a vista in valuta, che al 31 marzo 2005 ammontavano a DSP 7,4 milioni (2004: DSP 10,4 milioni). Alla stessa data l'oro detenuto su conti a vista presso banche centrali collegate e istituzioni connesse era pari a DSP 5 170,3 milioni (2004: DSP 5 463,9 milioni).

Transazioni in strumenti derivati con banche centrali collegate e istituzioni connesse.

La Banca conclude con banche centrali collegate e istituzioni connesse transazioni in strumenti derivati, fra cui contratti su valute e *swap* su tassi di interesse. Il valore nominale complessivo di queste transazioni nell'anno finanziario chiuso il 31 marzo 2005 era pari a DSP 4 184,5 milioni (2004: DSP 2 846,4 milioni).

39. Passività eventuali

Oltre all'azione dinanzi al Tribunale arbitrale dell'Aia conclusasi nel 2003, la Banca è coinvolta in due distinti procedimenti legali collegati alla decisione dell'8 gennaio 2001 di riacquistare tutte le azioni della BRI detenute da azionisti privati (Nota 17).

Nel dicembre 2001 un gruppo di ex azionisti privati aveva promosso un'azione dinanzi al Tribunal de Commerce di Parigi, che nel marzo 2003 aveva stabilito con pronuncia preliminare (senza entrare nel merito) la propria competenza a giudicare in ordine alle richieste volte a ottenere un aumento dell'indennità per il riscatto delle azioni. La Banca si era successivamente rivolta alla Cour d'appel di Parigi affinché la decisione procedurale fosse rivista, asserendo che il Tribunale arbitrale dell'Aia aveva competenza esclusiva a giudicare in materia. Con decisione del 25 febbraio 2004 la Cour d'appel di Parigi si è pronunciata in favore della BRI, concludendo che il Tribunal de Commerce di Parigi non aveva competenza a giudicare. Nell'aprile 2004 un esiguo gruppo di ex azionisti privati ha impugnato la pronuncia della Cour d'appel quanto alla competenza a giudicare di fronte alla Cour de cassation francese. Verso la fine del 2004 entrambe le parti hanno depositato le proprie argomentazioni scritte in materia. Il contenzioso è tuttora pendente. La Banca ritiene quest'azione infondata e, di conseguenza, non ha

provveduto a effettuare alcun accantonamento a fronte di tali richieste.

Un'azione legale separata è stata intentata da un gruppo di persone che affermano di aver venduto sul mercato le azioni della BRI in loro possesso nel periodo tra l'11 settembre 2000, data di annuncio della proposta di riscatto, e l'8 gennaio 2001, giorno in cui tale proposta è stata approvata dall'Assemblea generale straordinaria. L'azione non è stata rivolta contro la BRI, bensì contro JP Morgan & Cie SA e Barbier Frinault, i consulenti finanziari cui la Banca si era rivolta per determinare l'indennità originariamente prevista a fronte del riscatto. Nondimeno, la BRI risulta indirettamente obbligata in virtù del contratto con JP Morgan & Cie SA, che prevede una clausola di indennizzo per eventuali controversie e costi originati in connessione con i servizi di consulenza finanziaria prestati dalla società. A fronte di ciò non sono stati effettuati accantonamenti.

Ad eccezione dei procedimenti anzidetti, non sono attualmente in corso azioni o procedure arbitrali in cui la Banca è parte interessata.

40. Eventi successivi alla compilazione dei conti

Il 10 gennaio 2005 il Consiglio di amministrazione ha deciso di offrire in vendita alle banche centrali azioniste le 35 933 azioni dell'emissione americana figuranti in bilancio fra le azioni proprie della Banca, al prezzo unitario di CHF 23 977,56 (Nota 18). Il termine per la presentazione delle relative richieste era fissato al 15 aprile 2005, data entro la quale sono state ricevute offerte di acquisto per la totalità delle azioni in vendita. La cessione sarà completata il 31 maggio 2005 e accrescerà il capitale della BRI di CHF 861,6 milioni (pari a DSP 477,5 milioni al tasso di cambio del 31 marzo 2005).

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 (pagg. 208-235) 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 di amministrazione e all'Assemblea generale.

La nostra revisione ha contemplato l'esame a campione dei riscontri documentali degli importi indicati nella Situazione patrimoniale, nel Conto profitti e perdite e nelle relative Note esplicative. 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 2005, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data, e sono pertanto conformi allo Statuto della Banca.

PricewaterhouseCoopers AG

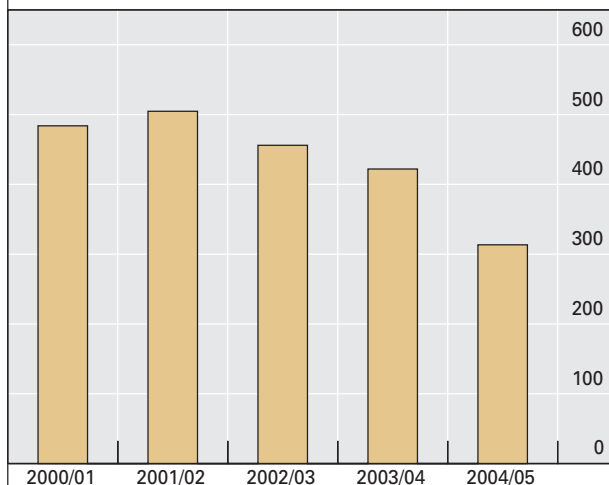
Anthony W. Travis

Albert Schönenberger

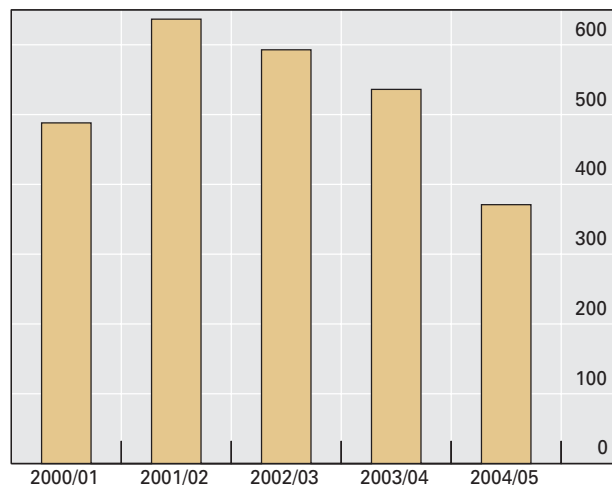
Basilea, 9 maggio 2005

Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni

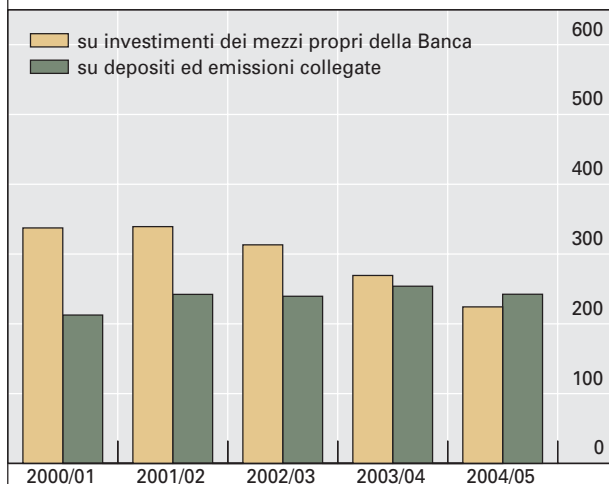
Utile operativo
in milioni di DSP



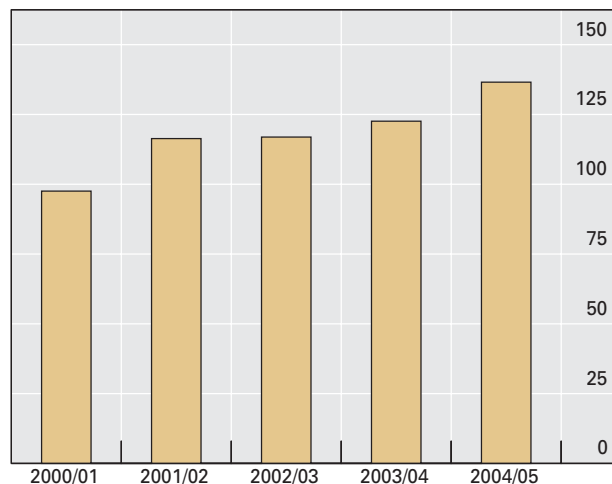
Utile netto
in milioni di DSP



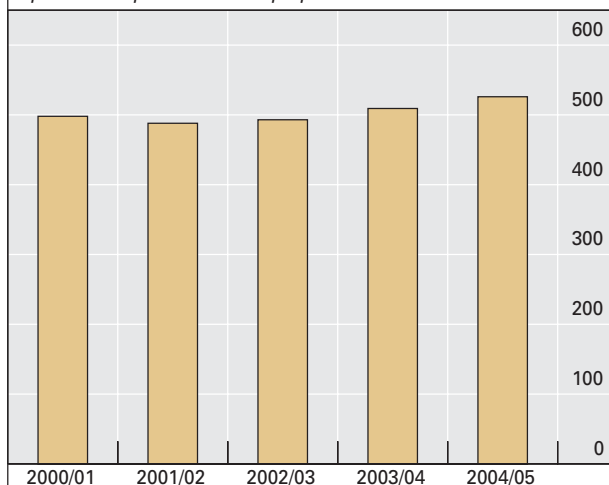
Interessi netti su investimenti in valuta
in milioni di DSP



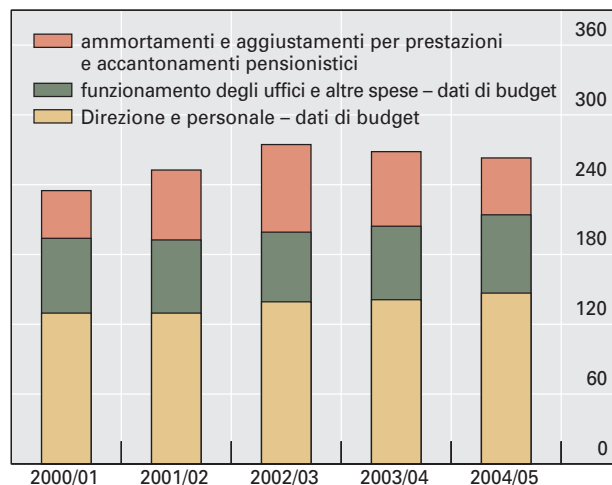
Depositi in valuta (media; in base alla data di valuta e al principio di competenza)
in miliardi di DSP



Numero medio di dipendenti
posizioni equivalenti a tempo pieno



Costi operativi
in milioni di CHF



Nota: le informazioni finanziarie per gli esercizi precedenti al 2002/03 si basano sulle stime con migliore approssimazione.

