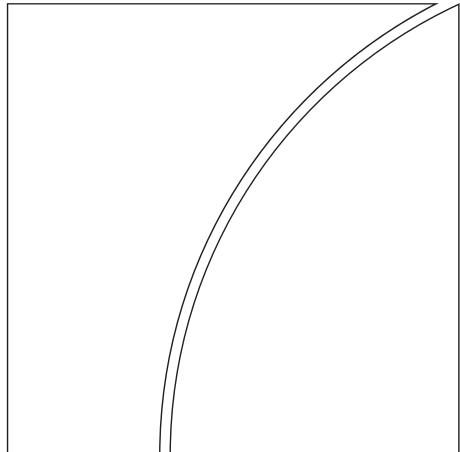




BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



76^a Relazione annuale
1^o aprile 2005-31 marzo 2006

Basilea, 26 giugno 2006

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 2006. 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 92-9131-472-2 (stampa)
ISBN 92-9197-472-2 (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: l'economia mondiale resiste alle crescenti tensioni	3
Sfide poste dai recenti successi	5
Cambiamenti strutturali e nuovi quadri di riferimento delle politiche	9
II. L'economia mondiale	12
Aspetti salienti	12
Rassegna dell'economia mondiale	13
<i>Proseguimento di una crescita vigorosa e di una bassa inflazione</i>	13
<i>Segnali di un'espansione economica più bilanciata</i>	15
<i>Prospettive e rischi</i>	16
Inflazione e processo di determinazione dei salari nell'economia mondiale	17
<i>Tendenze mondiali dell'inflazione</i>	17
<i>Processo di determinazione dei salari e globalizzazione</i>	20
<i>Prospettive</i>	23
Risparmio e investimenti del settore privato	23
<i>Tendenze</i>	23
<i>Profitti e investimenti delle imprese</i>	25
<i>Investimenti residenziali e mercati immobiliari</i>	28
Politiche di bilancio	30
<i>Problemi per la sostenibilità delle finanze pubbliche</i>	32
Evoluzione dei conti correnti	33
<i>Ulteriore ampliamento degli squilibri esterni</i>	33
<i>Riequilibrio globale e redistribuzione dei proventi petroliferi</i>	35
III. Le economie di mercato emergenti	37
Aspetti salienti	37
Rassegna degli sviluppi macroeconomici	37
<i>Configurazione della domanda</i>	38
<i>Aumento delle pressioni inflazionistiche</i>	41
<i>Prospettive e rischi</i>	42
Due importanti sfide esterne	43
<i>Movimenti nelle ragioni di scambio</i>	43
<i>Forte domanda di attività dei mercati emergenti</i>	45
Politiche di bilancio	50
<i>Entità del risanamento necessario</i>	51
<i>Questioni relative agli aggiustamenti dal lato delle entrate e della spesa</i>	52
<i>Questioni collegate ai rincari delle materie prime</i>	53
<i>Riduzione e sostenibilità del debito pubblico</i>	55
Politiche monetarie e del cambio	56
<i>Implicazioni degli shock dal lato dei prezzi relativi</i>	56
<i>Risposte alle pressioni per un apprezzamento del cambio</i>	58
<i>Risposte sul piano delle politiche e regimi monetari</i>	59
<i>Conseguenze delle risposte sul piano delle politiche</i>	61

IV. La politica monetaria nelle economie industriali avanzate	64
Aspetti salienti	64
Rassegna degli sviluppi	65
<i>Stati Uniti</i>	65
<i>Area dell'euro</i>	67
<i>Giappone</i>	70
<i>Paesi con obiettivi di inflazione</i>	72
Globalizzazione e politica monetaria	76
<i>Globalizzazione, incentivi delle banche centrali e stabilità dei prezzi</i>	76
<i>Globalizzazione e tradizionali indicatori di politica monetaria</i>	79
<i>Globalizzazione, meccanismo di trasmissione e margini di manovra monetaria</i>	82
<i>Sfide, rischi e possibili risposte sul piano delle politiche</i>	83
V. I mercati dei cambi	87
Aspetti salienti	87
Andamenti dei mercati valutari	87
<i>Le condizioni nei mercati valutari</i>	90
<i>Dinamiche tendenziali delle riserve ufficiali</i>	92
Determinanti dei movimenti valutari	92
<i>Crescita e differenziali di tasso di interesse</i>	92
<i>Lo squilibrio esterno statunitense</i>	94
<i>Politiche valutarie in Asia</i>	95
Reddito netto e sostenibilità della posizione esterna USA	97
<i>Andamenti tendenziali e determinanti dei redditi netti</i>	97
<i>Sostenibilità della posizione netta sull'estero degli Stati Uniti</i>	102
VI. I mercati finanziari	107
Aspetti salienti	107
I rendimenti a lungo termine restano bassi	107
<i>Appiattimento delle curve dei rendimenti negli Stati Uniti e nell'area dell'euro</i>	108
<i>Moderate aspettative di inflazione</i>	109
<i>Bassi livelli della volatilità e dei premi a termine</i>	110
<i>Fattori della domanda istituzionale: fondi pensione e compagnie assicurative</i>	112
<i>Fattori della domanda estera: riserve asiatiche e petrodollari</i>	113
I mercati azionari ignorano gli aumenti dei tassi	114
<i>Guadagni azionari sostenuti dalle prospettive macroeconomiche</i>	115
<i>Nuovo incremento della leva finanziaria e delle fusioni societarie</i>	116
<i>Segnali contraddittori sulle valutazioni</i>	119
I mercati del credito danno prova di buona tenuta	121
<i>Disparità nella propensione verso i differenti tipi di rischio</i>	122
<i>I bilanci societari restano solidi</i>	124
<i>Vulnerabilità dei mercati a una diversa valutazione del rischio</i>	126
Spread ai minimi storici nei mercati emergenti	127
VII. Il settore finanziario	131
Aspetti salienti	131
La performance del settore finanziario	131
<i>Banche commerciali</i>	132
<i>Investment banking</i>	134

<i>Hedge fund</i>	135
<i>Private equity</i>	136
<i>Compagnie di assicurazione</i>	139
<i>Fondi pensione</i>	141
Vulnerabilità	141
<i>Fonti potenziali di pressione sulla redditività bancaria</i>	142
<i>Esposizione verso i mercati immobiliari</i>	143
Informativa di bilancio e gestione del rischio finanziario	146
<i>Rendicontazione finanziaria e vigilanza prudenziale</i>	150
 VIII. Conclusioni: far fronte ai rischi, oggi e domani	153
Quali sono i rischi cui siamo attualmente esposti?	153
Come ridurre i rischi attuali?	158
Cosa fare se i rischi si concretizzano?	162
Come evitare rischi analoghi in futuro?	166
 Organizzazione, <i>governance</i> , attività della Banca	171
Consiglio di amministrazione	201
Dirigenti della Banca	202
Banche centrali membri della BRI	204
Situazioni dei conti	205
Relazione dei Revisori dei conti	241
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni	242

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra il 1° e il 9 giugno 2006.

Grafici

II.1	Contributi alla crescita mondiale	13
II.2	Prezzi del petrolio e di altre materie prime e ragioni di scambio	14
II.3	Condizioni di finanziamento e crescita del credito	15
II.4	Inflazione mondiale	18
II.5	Tendenze dei prezzi relativi	19
II.6	Inflazione, salari e quota del reddito da lavoro	20
II.7	Globalizzazione e salari	21
II.8	Penetrazione delle importazioni e reddito da lavoro per settore industriale	22
II.9	Cicli di investimento delle imprese	26
II.10	Attività e indebitamento del settore privato	27
II.11	Prezzi delle abitazioni e consumi privati	30
II.12	Andamento dei conti pubblici in differenti periodi di crescita	32
II.13	Indicatori di bilancia dei pagamenti delle economie esportatrici di petrolio	35
III.1	Contributi alla crescita del PIL in termini reali	39
III.2	Credito alle famiglie	40
III.3	Posizioni sull'estero	44
III.4	Esportazioni	45
III.5	Domanda di attività dei mercati emergenti	48
III.6	Andamento delle finanze pubbliche	51
III.7	Entrate, spesa primaria e debito pubblico	53
III.8	Variazioni dei prezzi relativi e inflazione	56
III.9	Tassi ufficiali reali	58
III.10	Tassi di cambio effettivi reali	60
III.11	Condizioni nei mercati finanziari	63
IV.1	Stati Uniti: indicatori economici	65
IV.2	Stati Uniti: differenziale di rendimento, inflazione e cicli economici ..	66
IV.3	Area dell'euro: indicatori economici	68
IV.4	Area dell'euro: analisi monetaria e politica monetaria	69
IV.5	Giappone: indicatori economici	70
IV.6	Giappone: tassi di interesse	71
IV.7	Obiettivi di inflazione e tassi ufficiali	73
IV.8	Prezzi all'importazione e inflazione	75
IV.9	Inflazione mondiale	76
IV.10	Principali indicatori della globalizzazione	77
IV.11	Volatilità della crescita e dell'inflazione nei paesi industriali avanzati	78
IV.12	Appiattimento delle curve di Phillips nei paesi industriali avanzati ..	79
IV.13	Determinanti mondiali dell'inflazione interna	80
IV.14	Tassi di disoccupazione non generatori di inflazione	81
IV.15	Politica monetaria e liquidità globale nei paesi industriali avanzati ..	83
IV.16	Politica monetaria e liquidità globale nelle economie emergenti	84
V.1	Tassi di cambio, volatilità implicite e <i>risk reversal</i> di dollaro, euro e yen	88
V.2	Tassi di cambio di altri paesi industriali	88
V.3	Tassi di cambio nei mercati emergenti	89
V.4	Tassi di cambio correnti effettivi reali in una prospettiva di lungo periodo	90
V.5	Tassi di cambio e differenziali di interesse	93
V.6	Tassi di cambio e indici di Sharpe	94
V.7	Stati Uniti: saldo del conto corrente e attività nette sull'estero	95
V.8	Tassi di cambio a pronti e a termine del renminbi cinese	96
V.9	Portafogli azionario e obbligazionario	99
V.10	Stati Uniti: rendimenti di attività e passività a fronte di IDE	99
V.11	Stati Uniti: investimenti diretti esteri	101

V.12	Posizione netta sull'estero degli Stati Uniti: possibili scenari	103
V.13	Stati Uniti: portafoglio obbligazionario e conto dei redditi	105
VI.1	Tassi di interesse	108
VI.2	Previsioni per il 2006 e misure del premio per l'inflazione	108
VI.3	Curve a termine	109
VI.4	Volatilità implicite e stime dei premi a termine	111
VI.5	Fondi pensione e spread obbligazionario	112
VI.6	Investimenti in titoli USA a lungo termine	114
VI.7	Prezzi delle azioni	115
VI.8	Operazioni a vantaggio degli azionisti	117
VI.9	Fusioni e acquisizioni	118
VI.10	Valutazioni e volatilità nei mercati azionari	119
VI.11	Valutazioni e utili negli Stati Uniti	120
VI.12	Differenziali sulle obbligazioni societarie	121
VI.13	Propensione al rischio nei mercati del credito	123
VI.14	Leva finanziaria delle imprese	124
VI.15	Prospettive per la qualità creditizia delle imprese	125
VI.16	Spread obbligazionario e rating nei mercati emergenti	128
VI.17	Previsioni di rating e spread sovrani	129
VII.1	Espansione del credito	133
VII.2	Indicatori dell'attività di <i>investment banking</i>	135
VII.3	Fondi speculativi: dimensione, performance e grado di leva	136
VII.4	Fondi di <i>private equity</i> : dimensioni	137
VII.5	Fondi di <i>private equity</i> : flussi finanziari e rendimento	138
VII.6	Prestiti per operazioni di LBO: volume e rischiosità	138
VII.7	Compagnie di assicurazione: portafoglio azioni e performance	139
VII.8	Prezzo del rischio sui mercati dei prestiti sindacati e obbligazionari ..	143

Tabelle

II.1	Crescita e inflazione	12
II.2	2005: un anno insolito	17
II.3	Contributo di un fattore comune all'inflazione nelle economie avanzate	18
II.4	Risparmio e investimenti: tendenze	24
II.5	Indicatori di profitto per determinati settori di attività economica a livello mondiale	26
II.6	Settore delle costruzioni in determinati paesi	29
II.7	Conti pubblici: evoluzione recente e proiezioni a medio termine	31
II.8	Saldi del conto corrente	34
III.1	Crescita del prodotto e saldo del conto corrente	38
III.2	Investimenti fissi	41
III.3	Prezzi al consumo	42
III.4	Flussi netti di capitali privati verso le economie di mercato emergenti	46
III.5	Riserve valutarie ufficiali	61
III.6	Indicatori monetari per regime	62
V.1	Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali	91
V.2	Attività e passività statunitensi sull'estero, 2004	98
V.3	Investimenti diretti esteri, 2000-04	100
V.4	Posizione esterna degli Stati Uniti	104
VII.1	Redditività delle maggiori banche	132
VII.2	Sensibilità dei risultati economici alle condizioni cicliche	142
VII.3	Prezzi degli immobili non residenziali	144
VII.4	Prezzi degli immobili residenziali e debito ipotecario	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.

76^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 26 giugno 2006*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la 76^a Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 2006.

L'utile netto di esercizio ammonta a DSP 599,2 milioni, a fronte di DSP 370,9 milioni del precedente esercizio. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 2005/06 sono riportati nella sezione "Utile netto e sua ripartizione", alle pagine 198-200.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'Articolo 51 dello Statuto della Banca, l'Assemblea generale delibera di destinare l'importo di DSP 132,4 milioni al versamento di un dividendo di DSP 245 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 235 per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti DSP 46,7 milioni al Fondo di riserva generale, DSP 6,0 milioni al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo, pari a DSP 414,1 milioni, al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 2005/06 sarà pagabile agli azionisti il 3 luglio 2006.

Basilea, 9 giugno 2006

MALCOLM D. KNIGHT
Direttore generale

I. Introduzione: l'economia mondiale resiste alle crescenti tensioni

Lo scorso anno a quest'epoca il perdurare di un'eccellente performance dell'economia mondiale destava a un tempo soddisfazione e sorpresa: soddisfazione, perché la robusta crescita e un'inflazione persistentemente bassa, specie in molte economie emergenti, comportavano in generale un miglioramento del tenore di vita e un calo significativo della povertà; sorpresa, perché tutta una serie di squilibri che secondo alcuni rischiavano fortemente di pregiudicare questi buoni risultati non avevano ancora prodotto tale effetto. Stupiva il fatto che molte delle principali variabili macroeconomiche che da tempo si andavano discostando sensibilmente dai loro livelli storici non accennassero in alcun modo a riconvergere verso i valori medi. La domanda negli Stati Uniti sembrava non risentire di un indebitamento senza precedenti e in continua ascesa del settore delle famiglie, né dell'ulteriore rialzo dei corsi petroliferi. I prezzi delle abitazioni rimanevano saldamente su valori record ovunque. Il boom degli investimenti in Cina proseguiva senza interruzioni. I capitali continuavano ad affluire agevolmente a tutte le categorie di prenditori. E l'inatteso ulteriore peggioramento degli squilibri esterni – che avevano già toccato livelli mai osservati prima di allora – non produceva turbative sui mercati dei cambi.

A distanza di un anno sembrano prevalere le stesse percezioni, e in misura ancora maggiore. Permangono motivi di soddisfazione. Non solo è proseguita la buona performance (Capitoli II e III), ma vi sono anche segnali di una correzione di certi aspetti degli squilibri. La ripresa in Giappone sembra ormai consolidata, e appare sempre più probabile un'accelerazione dello sviluppo in Germania e in altri paesi dell'Europa continentale. Ciò rende l'espansione mondiale meno dipendente dai due precedenti poli di crescita, gli Stati Uniti e la Cina. In conseguenza dell'estendersi della fase espansiva, potrebbero ridimensionarsi gli stessi sbilanci commerciali. E i motivi di sorpresa non finiscono qui. Nel corso dell'ultimo anno si sono acuiti altri squilibri che già avevano destato preoccupazione. È proseguito, in particolare, un massiccio ricorso all'indebitamento, che ha ulteriormente innalzato i livelli del debito e i potenziali oneri per il suo servizio. Eppure, nonostante ciò l'economia globale continua la sua corsa.

I sostenuti ritmi di crescita, tuttavia, hanno cominciato a destare timori riguardo alle pressioni inflazionistiche mondiali. Ciò ha indotto una correzione di quelle politiche che in passato avevano contribuito a creare in tutto il mondo condizioni monetarie estremamente accomodanti (Capitolo IV). Fra i principali aggiustamenti intervenuti nell'anno trascorso figurano l'ulteriore

rialzo dei tassi ufficiali negli Stati Uniti e in Europa, la fine del cosiddetto “allentamento quantitativo” e la cessazione degli interventi sui mercati dei cambi in Giappone, e l’annunciata modifica del regime valutario in Cina (Capitolo V). Il fatto positivo, anch’esso gradito e sorprendente al tempo stesso, è che tali mosse non si sono a tutt’oggi (fine maggio) accompagnate a forti tensioni nei mercati finanziari. Si era infatti temuto, fortunatamente a torto, che i più alti tassi ufficiali potessero interagire con gli squilibri esistenti incidendo sia sull’attività finanziaria sia sulla propensione alla spesa, con possibili ricadute sulla crescita e sull’occupazione mondiali.

Ciò non significa che il recente inasprimento delle politiche sia rimasto senza effetto. Diversi segnali fanno ritenere che si sia già toccato un qualche punto di svolta. I tassi obbligazionari a lungo termine hanno infine cominciato a risalire, più nettamente dalla fine dell’anno scorso, e vi sono crescenti indicazioni che anche altri mercati finanziari si stanno muovendo in tal senso (Capitolo VI). Inoltre, negli Stati Uniti e in alcuni altri paesi i rincari delle abitazioni (Capitolo VII) e l’attività edilizia hanno di recente perso parte del loro vigore. Evidentemente, l’auspicio delle autorità è che questo “rientro” ordinato prosegua, aprendo così la strada a una graduale convergenza verso un tasso di crescita sostenibile. Proprio queste sono le previsioni prevalenti, condivise anche da FMI e OCSE.

Ma, sebbene questo sia lo scenario previsto, in che misura possiamo esserne certi? Anzitutto andrebbe forse rilevato che, rispetto agli Stati Uniti, a livello mondiale il ciclo di inasprimento monetario non è ancora ben avanzato. Inoltre, i tassi a lungo termine, che svolgono un ruolo centrale in tanti mercati finanziari, sono tornati a salire sensibilmente solo dagli inizi del 2006. Effetti più dirompenti non possono ancora essere esclusi. Come dimostrano le recenti esperienze di Giappone, Germania e Sud-Est asiatico, un costoso rallentamento dell’economia è sempre possibile anche dopo lunghi periodi di risultati eccezionali, così come lunghi periodi di stabilità dei prezzi non bastano ad assicurare alti tassi di crescita per il futuro.

Nella congiuntura attuale, prudenza vuole che le autorità continuino a concentrarsi sui rischi residui e sul modo in cui farvi fronte. In via preventiva andrebbero valutate le misure da adottare per minimizzare tanto la probabilità dell’insorgere dei problemi, quanto l’entità delle connesse perdite. Qualora le difficoltà si manifestino, occorrerà invece pensare a come contenerne gli effetti negativi. Nelle Conclusioni di questa Relazione annuale verranno affrontate tali questioni prospettiche e altre di carattere più normativo.

A limitare la nostra capacità di valutazione dei problemi emergenti e delle possibili soluzioni è il costante processo di mutamento strutturale dell’economia mondiale. Le nuove tecnologie e l’apertura di economie in precedenza chiuse agli influssi esterni stanno entrambe incidendo profondamente sull’economia reale. Il meccanismo inflattivo è anch’esso cambiato, forse drasticamente. Il settore finanziario ha parimenti risentito dell’impatto congiunto di globalizzazione, consolidamento e accresciuta influenza delle forze di mercato. L’aspetto positivo è che i banchieri centrali appaiono ben consapevoli di questi mutamenti e delle incertezze che comportano. Durante l’anno passato taluni schemi di politica economica sono stati sempre più messi in discussione e

sono emersi segnali di un loro significativo adattamento alle nuove esigenze. Il cambiamento genera cambiamento, il che non è un male.

Sfide poste dai recenti successi

La forte crescita economica del periodo in rassegna ha interessato tutte le principali aree geografiche. La spinta ha tratto origine principalmente negli Stati Uniti e in Asia, favorendo dapprima le economie che hanno esportato verso queste regioni. A sua volta, l'accresciuta domanda ha fatto aumentare sensibilmente i prezzi dell'energia e di altre materie prime. Attraverso effetti di volume e di prezzo, ciò ha avvantaggiato più in generale i mercati emergenti fra cui, per il terzo anno consecutivo, le economie africane. Invece di patire le ricadute negative di questo shock di prezzo, il Giappone e i paesi dell'Europa continentale hanno anch'essi mostrato segni più evidenti di ripresa.

Questo propizio vigore della crescita a livello aggregato ha tuttavia continuato ad accompagnarsi, in alcune delle economie a più rapida espansione, a una composizione della spesa decisamente insolita. Negli Stati Uniti e in vari altri paesi i consumi privati sono stati sorprendentemente alti, al pari degli investimenti residenziali, alimentati entrambi da favorevoli condizioni creditizie, dall'ascesa dei prezzi delle abitazioni e da una capacità finanziaria ben sviluppata di mobilizzazione delle plusvalenze immobiliari. Di conseguenza, la propensione al risparmio delle famiglie è stata assai bassa (o decisamente negativa in taluni paesi), mentre l'indebitamento del settore ha continuato ad aumentare. In Cina, per converso, sono stati gli investimenti fissi a toccare livelli eccezionalmente elevati. Anche qui un ruolo centrale è stato svolto dalle condizioni accomodanti del credito, così come da pressioni politiche in favore del finanziamento di progetti che potrebbero non soddisfare i normali criteri prudenziali in materia di rischio creditizio. Con un prodotto destinato in buona parte ai mercati stranieri, anche gli investimenti diretti esteri hanno avuto un influsso significativo. Volendo semplificare molto, questa configurazione insolita ha fatto dei paesi anglofoni il polo mondiale della crescita nel consumo di beni *tradable*, e dell'Asia – in special modo della Cina – il polo mondiale della loro accresciuta produzione.

Nel resto del mondo lo scostamento più sorprendente dalla normale dinamica della spesa è dato dal persistere di un basso saggio di investimento delle imprese, in concomitanza con un risparmio delle famiglie ancora elevato. In numerosi paesi l'andamento degli investimenti societari appare tanto più inesplicabile se si considerano il livello generalmente alto dei profitti rilevati e le condizioni finanziarie, che appaiono tuttora assai accomodanti. Fra le possibili spiegazioni di tale debolezza potrebbero esservi sia un atteggiamento esitante indotto da precedenti eccessi, sia una soglia di accettazione dei progetti troppo elevata in un contesto di bassi tassi di interesse. L'influsso di tali fattori dovrebbe diminuire col tempo. Una spiegazione più fondamentale può risiedere nel dubbio circa la redditività prospettica degli investimenti. Una ragione di ciò potrebbe essere il timore che la passata crescita dei profitti fosse ampiamente dovuta a fattori *una tantum* (tassi di interesse in calo, agevolazioni fiscali, abbattimento dei costi), oppure la convinzione che in

paesi come gli Stati Uniti gli attuali alti livelli di spesa delle famiglie non siano sostenibili. Un altro motivo ancora sarebbe la preoccupazione riguardo alla concorrenza futura, in particolare quella proveniente da Cina e India.

Una conseguenza internazionale del basso rapporto fra risparmio e investimenti interni negli Stati Uniti e in alcuni altri paesi anglofoni rispetto ad altre economie è che gli squilibri esterni sono cresciuti a livelli record. A fine 2005 il disavanzo corrente USA era pari al 6½% del PIL, nonostante la bilancia dei redditi da capitale sia rimasta ostinatamente in attivo fino a poco tempo fa. Quasi tutte le regioni del mondo contribuiscono al corrispondente surplus, ma ai primi posti figurano la Cina, il Giappone e, più di recente, i paesi esportatori di petrolio.

Se il vigore della domanda globale ha continuato a essere fonte di soddisfazione lo scorso anno, lo stesso vale per la dinamica mondiale dell'inflazione. Vero è che i rincari dell'energia hanno fatto di norma lievitare l'indice generale dei prezzi al consumo, ma il loro impatto sulle misure dell'inflazione di fondo è stato contenuto. In gran parte delle economie salari e benefici accessori sono rimasti ampiamente sotto controllo. Inoltre, gli incrementi di produttività sono stati tendenzialmente maggiori nei paesi a più alto tasso di crescita dei salari, come gli Stati Uniti, esercitando un effetto di segno opposto sui costi unitari del lavoro. Ad avere implicazioni favorevoli è stato anche il fatto che nel 2005 la quota dei profitti sui redditi dei fattori ha raggiunto livelli record su scala mondiale, nonostante gli aumenti di prezzo delle materie prime. Nuove spinte dal lato dei costi potrebbero così essere temporaneamente assorbite da una compressione dei margini.

Tuttavia, come nel caso della domanda aggregata, un esame più approfondito mette in luce problemi latenti che meritano attenzione. Anzitutto, i dati rilevati potrebbero non essere indicatori affidabili delle tendenze di fondo del costo della vita, già difficili da individuare a causa delle forti oscillazioni dei prezzi relativi negli ultimi anni. Ad esempio, benché in gran parte delle economie i costi dei servizi abitativi siano fortemente cresciuti, essi sono generalmente misurati in maniera imprecisa, se non addirittura ignorati nel computo degli indici dei prezzi al consumo. In secondo luogo, l'inflazione di fondo viene calcolata escludendo le componenti volatili, come i prezzi dell'energia, che sono però in crescita ormai da oltre tre anni. È la realtà dei maggiori costi sostenuti dai consumatori per l'energia e le abitazioni che potrebbe ancora scaricarsi sulle rivendicazioni salariali. In terzo luogo, in molti paesi gli effetti dei rincari energetici sono stati attenuati da vincoli regolamentari e sussidi statali, destinati tuttavia a venir meno con l'andar del tempo. Infine, con l'approssimarsi dell'economia mondiale alla piena capacità produttiva, non è da escludere un acuirsi delle pressioni inflazionistiche.

L'enfasi crescente posta negli ultimi trimestri sulla necessità di rimanere "vigili" nei confronti delle pressioni inflazionistiche potenziali trova ulteriore giustificazione nella presenza ormai da molti anni di condizioni monetarie e creditizie estremamente accomodanti. In termini reali i tassi ufficiali di Stati Uniti e area dell'euro sono negativi da alcuni anni, e ben inferiori alla crescita potenziale dall'inizio di questo decennio. Lo stesso vale per gli aggregati monetari e creditizi che, dopo i forti aumenti degli ultimi anni, in molti

casi hanno ancora accelerato il passo nel periodo in esame. Nelle economie emergenti è osservabile un andamento analogo, conseguenza di una creazione del credito tendenzialmente più rapida e degli effetti prodotti sulla liquidità interna da ingenti afflussi di capitali. Il successivo riflusso di fondi verso i paesi industriali, sotto forma di riserve in valuta, completa il processo attraverso il quale il settore ufficiale ha aumentato la liquidità a livello mondiale.

La dinamica di altre variabili finanziarie durante il trascorso esercizio testimonia parimenti dell'influsso di condizioni monetarie persistentemente accomodanti. Lo sviluppo forse più importante, dato il suo impatto su un'ampia gamma di altri mercati, è stato il perdurante mancato rialzo dei tassi obbligazionari USA a lungo termine, malgrado i cospicui incrementi del tasso sui *federal fund* e un'economia in continua crescita. Dopo una protratta fase calante, è stato solo nel marzo scorso che il tasso a lunga è tornato sui livelli del giugno 2004, quando la Federal Reserve cominciò la manovra di inasprimento. In altri paesi industriali i tassi obbligazionari hanno seguito dinamiche simili, ancorché ai più bassi livelli giustificati dalla relativa debolezza delle grandezze economiche. Da un lato, diversi studi sembrano puntare il dito sull'influsso dei massicci acquisti di titoli obbligazionari a lungo termine, soprattutto in dollari USA, da parte di banche centrali estere, nonché di fondi pensione e compagnie di assicurazione miranti a coprire passività a lungo termine. Dall'altro, non si può escludere del tutto la possibilità che il mercato abbia semplicemente scontato la probabilità di una protratta recessione economica, forse in reazione agli attuali eccessi.

Gli andamenti degli altri mercati finanziari non sembrano tuttavia confermare queste interpretazioni più pessimistiche. In effetti, i prezzi di pressoché tutte le attività finanziarie a più lungo termine si sono mossi costantemente al rialzo. Gli spread sui titoli societari ad alto rendimento sono ridiscesi quasi ai minimi ciclici e ancora di più sono calati quelli sulle obbligazioni sovrane, toccando valori record da cui finora non si sono praticamente scostati. Con l'eccezione delle piazze statunitensi, nel 2005 i progressi delle quotazioni azionarie sono stati come minimo costanti quasi ovunque e addirittura spettacolari in Giappone e in numerose economie emergenti. Come già accennato, i prezzi delle abitazioni hanno continuato a crescere in gran parte dei paesi. Infine, sempre in linea con le previsioni ottimistiche, anche il costo dell'assicurazione contro la volatilità attesa (desunto dal prezzo delle opzioni) è stato insolitamente basso negli ultimi trimestri.

Non è difficile rinvenire in ognuno di questi mercati fattori specifici a sostegno delle previsioni ottimistiche per il futuro. Basti citare, ad esempio, le insolvenze eccezionalmente basse sulle obbligazioni societarie negli anni più recenti o ancora i benefici apportati a molti emittenti sovrani da più efficaci politiche nazionali, migliori posizioni esterne e minore volatilità macroeconomica nei paesi industriali. Nondimeno, il fatto che tutte queste attività a lungo termine abbiano segnato aumenti di prezzo simultanei induce naturalmente anche a considerare la possibilità che vi sia una causa comune. In varia misura, potrebbero essere tutte manifestazioni del prolungato periodo di condizioni creditizie condiscendenti cui si è accennato poc'anzi. In effetti, questa interpretazione degli sviluppi nei mercati finanziari è ulteriormente

suffragata dal recente andamento dei corsi delle materie prime in generale, e di quelli del petrolio e dell'oro in particolare. La tendenza pressoché ininterrotta al rialzo di questi prezzi è iniziata intorno a metà 2003, quando i tassi ufficiali nei principali paesi industriali toccarono i minimi del ciclo attuale.

Seppure con motivazioni in parte differenti, le banche centrali di quasi tutte le principali economie industriali hanno inasprito le condizioni monetarie nel periodo in rassegna. Ancora una volta, il processo è stato più intenso negli Stati Uniti, dove ogni riunione del Federal Open Market Committee si è tradotta in un rialzo dei tassi di 25 punti base, fino al livello del 5% segnato a metà maggio 2006. Benché la misura dell'inflazione di fondo preferita dalla Federal Reserve sia rimasta ampiamente sotto controllo, l'indice generale dei prezzi al consumo ha toccato lo scorso anno il massimo del 4½% circa, in primo luogo per effetto del rincaro dell'energia. Oltre a ciò, la graduale riduzione della capacità eccedente nel paese, unitamente al continuo rapido aumento dei prezzi delle abitazioni, segnalano il rischio di ulteriori pressioni inflazionistiche. La BCE ha innalzato i tassi in due occasioni, malgrado i livelli relativamente più elevati di capacità in eccesso, sullo sfondo di timori circa l'evoluzione di entrambi i pilastri su cui poggia la sua strategia di politica monetaria: i rincari petroliferi hanno spinto verso l'alto l'inflazione generale, rafforzando ulteriormente l'esigenza di rimanere vigili di fronte all'eventualità di un'accelerazione della dinamica salariale, mentre l'espansione del credito, specie sotto forma di prestiti ipotecari alle famiglie, è aumentata nettamente.

Persino in Giappone, dove le autorità si erano concentrate per anni sulla necessità di eliminare le tendenze deflazionistiche, l'emergere di indicazioni che erano stati finalmente raggiunti i risultati sperati ha portato la banca centrale a concludere che avrebbe potuto avviare un cauto abbandono della politica di "allentamento quantitativo". La Bank of Japan ha tuttavia anche precisato che questa risoluzione era indipendente da quella di un eventuale innalzamento dei tassi di riferimento a breve termine. Analogamente agli aumenti "misurati" dei tassi ufficiali negli Stati Uniti, tale decisione era volta a evitare liquidazioni destabilizzanti delle esposizioni finanziarie accumulate durante il lungo periodo di bassissimi tassi di interesse in Giappone. Altri paesi del mondo industriale hanno parimenti inasprito con cautela le condizioni monetarie per ragioni sostanzialmente identiche.

Ma l'inasprimento monetario ha avuto una conseguenza indiretta indesiderata. In virtù del fatto che i tassi ufficiali sono saliti più negli Stati Uniti che altrove, durante gran parte del 2005 il dollaro si è infatti apprezzato notevolmente in termini effettivi, per poi regredire leggermente. Ciò ha disorientato le aspettative di quanti avevano puntato l'attenzione sul crescente, e di fatto inostenibile, disavanzo esterno statunitense. Per giunta, il rafforzamento del dollaro ha forse contribuito ad ampliare ancor più il deficit. L'incidenza delle importazioni sul PIL è cresciuta nettamente, solo in parte a causa dei rincari petroliferi. Nelle altre economie industriali il deprezzamento della moneta ha contribuito a ridurre gli effetti generalmente negativi sul conto corrente dovuti ai maggiori prezzi delle materie prime e al peggioramento delle ragioni di scambio.

Era lecito attendersi che il rafforzamento del dollaro, in combinazione con i più alti tassi ufficiali USA, riducesse inoltre i flussi di capitali verso le

economie emergenti, provocando un indebolimento delle loro divise. Ma anche in questo caso, contrariamente a ogni aspettativa, tali valute si sono perlopiù apprezzate, talvolta in misura significativa, per quasi tutto il periodo in esame. Se ciò è in parte riconducibile al miglioramento delle bilance commerciali indotto dai rincari delle materie prime e dalle più efficaci politiche nazionali, va tuttavia notato che anche gli afflussi di capitali – sotto un'ampia varietà di forme – sono decisamente cresciuti. Evidentemente, all'aumentare dei tassi statunitensi il finanziamento delle operazioni di *carry trade* all'origine di tali afflussi si è semplicemente spostato verso altri paesi industriali con tassi di interesse inferiori.

Le economie emergenti hanno reagito a queste pressioni combinando in vario modo apprezzamenti del cambio, interventi valutari e allentamento della politica monetaria. Vi è stata in genere una disponibilità maggiore che in passato ad accettare un rafforzamento della moneta. Nondimeno, in molti paesi dell'area emergente (esclusa l'America latina) i tassi di interesse reali sono stati mantenuti in prossimità dello zero per gran parte del periodo in esame, analogamente a quanto osservato nella maggioranza dei paesi industriali. Per ciò che concerne il ricorso agli interventi valutari, le riserve detenute dai paesi emergenti sono cresciute a livelli record, sebbene a ritmi inferiori. Gli aumenti hanno interessato un po' tutte le economie, ma in special modo la Cina, dove sono stati estremamente elevati.

Tra febbraio e metà maggio 2006, allorché nei paesi industriali si è generalizzato lo scenario di crescita più sostenuta e di condizioni monetarie restrittive, hanno cominciato a manifestarsi segni di un mutamento nel clima finanziario. Quel che forse più importa, negli Stati Uniti i tassi obbligazionari a lungo termine si sono mossi nettamente al rialzo, seguiti da quelli di Europa e Giappone. Inoltre, il dollaro è tornato a perdere terreno, a ritmi persino maggiori da aprile, mentre euro e yen si sono rafforzati. Valute ad alto rendimento come il dollaro neozelandese, il fiorino ungherese e la corona islandese, in precedenza assai privilegiate dagli speculatori, hanno subito un drastico calo nel momento in cui l'attenzione è tornata ad appuntarsi sia sugli squilibri interni (come i crescenti prezzi delle abitazioni e i bassi saggi di risparmio privato), sia sugli ampi disavanzi esterni a essi correlati. I mercati azionari del Medio Oriente – un'area che aveva tratto notevoli vantaggi dai rincari dell'energia – hanno subito un calo ancora più spettacolare allorché si sono raffreddati gli entusiasmi degli investitori regionali, e anche in molte altre economie di mercato emergenti in maggio si è registrato un arretramento dovuto alle dismissioni operate dagli investitori esteri. Resta da vedere se questi eventi preannuncino un più diffuso e duraturo ritorno da parte degli investitori a comportamenti improntati a maggior cautela. Molte previsioni errate di un siffatto cambiamento erano state formulate nel recente passato, anche se non in un contesto di generale inasprimento delle condizioni monetarie.

Cambiamenti strutturali e nuovi quadri di riferimento delle politiche

Nel corso del tempo l'integrazione dei processi produttivi nell'economia internazionale è cresciuta significativamente, soprattutto dagli inizi degli anni

novanta. Su scala mondiale, ciò ha comportato tanto un aumento nei livelli di produttività quanto massicci incrementi nell'offerta effettiva di lavoro. Assieme questi fattori hanno continuato a esercitare pressioni dirette al ribasso sui prezzi dei beni e dei servizi commerciabili, anche se forse in misura minore nel 2005 rispetto agli anni precedenti. Essi hanno però anche continuato a produrre effetti indiretti, con connesse implicazioni in termini di salari e prezzi. Non solo è aumentata la disponibilità di manodopera straniera con cui rimediare a strozzature nell'offerta, ma sono altresì divenute sempre più credibili le minacce di delocalizzare intere unità produttive in giurisdizioni a più basso costo. Lo scorso anno le operazioni di fusione e acquisizione hanno ulteriormente contribuito a queste tendenze di più lungo periodo, soprattutto in Europa. Inoltre, quel che si è profilato con maggior chiarezza nel periodo in rassegna sono state le iniziative delle imprese di mercati emergenti volte ad acquisire il controllo di società sia di altre economie emergenti, sia di paesi dell'area industriale. Questo fenomeno segna l'inizio di una fase significativa e politicamente più sensibile del processo di globalizzazione.

Con il passare dei mesi i segnali di resistenza a tutte queste forze si sono via via intensificati. Negli Stati Uniti il crescente disavanzo commerciale con la Cina ha rafforzato le pressioni politiche per un aumento del valore a cui viene scambiato il renminbi. La lieve rivalutazione del luglio 2005, accompagnata dall'annuncio di un nuovo regime basato su un paniere di monete, è stata ritenuta da molti inadeguata. Di conseguenza, al Congresso USA sono stati presentati vari disegni di legge che prevedono l'imposizione di dazi penalizzanti sulle importazioni cinesi. Le forze politiche statunitensi si sono inoltre fortemente opposte ai tentativi di imprese cinesi prima, e mediorientali poi, di acquisire partecipazioni di controllo in talune società USA. In Europa la resistenza si è concretizzata in misure volte a ostacolare la liberalizzazione dei servizi all'interno dell'Unione europea e le acquisizioni internazionali, specie nei settori della finanza e dell'energia. Le diffuse proteste contro le iniziative di liberalizzazione dei mercati del lavoro in Francia costituiscono un'ulteriore conferma delle incertezze e dei timori generati dalla globalizzazione.

A caratterizzare i mercati finanziari internazionali nel periodo in rassegna è stato anche il perdurante processo di cambiamento strutturale. Uno sviluppo gradito è stata l'accresciuta capacità dei mutuatari dei paesi emergenti di emettere titoli – talvolta con scadenze piuttosto lunghe – denominati in valuta locale. Nel corso dell'anno, in effetti, questi nuovi strumenti avrebbero attirato numerosi investitori, tra cui i fondi pensione. A prima vista il successo delle obbligazioni in valuta locale sembra confutare il principio del "peccato originale", secondo cui ai paesi con un passato di cattivi risultati macroeconomici non verrebbero più offerte simili opportunità di raccolta. Certo, ci si può anche chiedere se tale successo si rivelerà essere soltanto la conseguenza passeggera di condizioni monetarie distese e di una maggiore propensione al rischio.

Degna di nota è stata inoltre l'ulteriore spettacolare espansione dei mercati per il trasferimento del rischio creditizio, e in particolare di diversi tipi di obbligazioni strutturate emesse a fronte di una gamma sempre più ampia di attività ad alto rischio, inclusi gli immobili commerciali. Anche in questo caso si è dinanzi a un significativo passo in avanti – sebbene non scevro da

rischi – in direzione di una maggiore articolazione ed efficienza dei mercati. Lo scorso anno un gruppo di lavoro di emanazione privata ha riferito in merito all’attività di questo settore, richiamando l’attenzione in particolare sulle frequenti carenze riscontrate nella documentazione legale di supporto e su altri rischi di natura operativa. Le autorità di vigilanza di Stati Uniti e Regno Unito, i paesi in cui opera la maggior parte di tali mercati, hanno prontamente reagito con misure risolute, volte a incoraggiare miglioramenti.

L’operato dei banchieri centrali ha risentito, nel bene e nel male, di questi sviluppi strutturali. In particolare gli shock positivi dal lato dell’offerta, fra cui gli effetti della globalizzazione sui mercati del lavoro, hanno facilitato il mantenimento dell’inflazione su bassi livelli. Purtroppo, però, questi sviluppi potrebbero anche aver generato in certa misura l’illusione che la battaglia contro l’inflazione sia stata vinta una volta per tutte. Inoltre, mercati finanziari più completi e generalmente più efficienti paiono talvolta aver attraversato fasi di sottovalutazione del rischio e di eccessiva espansione del credito. Questa combinazione di denaro abbondante e bassi premi al rischio potrebbe finire per causare inflazione o squilibri finanziari, se non addirittura entrambi.

Negli ultimi anni le banche centrali si sono mostrate più disposte a tener conto di tali pericoli nel definire la manovra monetaria, e sempre più spesso hanno accennato all’esigenza di rialzare i tassi ufficiali su valori più “normali” o “neutrali”. A livello più formale, la Bank of Japan ha annunciato che la sua azione futura sarà basata su due criteri di riferimento: le prospettive per l’inflazione a breve e la necessità di evitare problemi di più lungo periodo simili a quelli sorti negli ultimi anni ottanta. Anche l’approccio a due pilastri adottato dalla BCE sembra essersi evoluto in una direzione analoga. A sostegno di tutti questi mutamenti vi è un crescente *corpus* di ricerche empiriche da cui emerge che, quando si tratta di assicurare la stabilità macroeconomica nel più lungo periodo, le condizioni monetarie, creditizie e finanziarie potrebbero avere ancora la loro importanza.

II. L'economia mondiale

Aspetti salienti

Nel 2005 l'economia mondiale è cresciuta a ritmi sostenuti, ma l'inflazione è rimasta moderata, nonostante gli ulteriori rincari del greggio e delle materie prime non petrolifere. Se agli inizi dell'anno l'espansione era stata trainata da Stati Uniti e Cina, successivamente la ripresa ha acquistato più ampio respiro, estendendosi al Giappone e all'Europa continentale.

La crescita e l'inflazione registrate lo scorso anno a livello internazionale hanno superato le previsioni ottimistiche formulate agli inizi del 2005, malgrado gli effetti avversi prodotti dai cambiamenti del contesto macroeconomico. Anzitutto, le pressioni inflazionistiche sono rimaste contenute, sebbene i prezzi delle materie prime siano ulteriormente aumentati nel terzo anno consecutivo di vivace crescita mondiale. L'economia statunitense ha inoltre conservato notevole vigore, malgrado i rincari dell'energia e gli sconvolgimenti causati dagli uragani. Le condizioni finanziarie globali sono rimaste assai favorevoli alla crescita, nonostante la graduale rimozione dell'orientamento accomodante della politica monetaria negli Stati Uniti e, pur se in fase meno avanzata, nell'area dell'euro. Infine, sui mercati finanziari ha continuato a prevalere la calma,

Crescita e inflazione								
Variazioni medie annue, in percentuale								
	PIL reale				Prezzi al consumo ¹			
	Media 1991-2003	2004	2005	2006 ²	Media 1991-2003	2004	2005	2006 ²
Totale³	3,6	4,8	4,3	4,4	11,8	3,1	3,2	3,2
Economie industriali avanzate ³	2,3	3,0	2,6	2,8	2,2	2,0	2,3	2,3
Stati Uniti	2,9	4,2	3,5	3,4	2,7	2,7	3,4	3,2
Area dell'euro	2,0	1,8	1,4	2,1	2,4	2,1	2,2	2,1
Giappone	1,1	2,3	2,6	3,0	0,5	-0,0	-0,3	0,4
Regno Unito	2,4	3,1	1,8	2,3	2,4	1,3	2,1	2,0
Altre ^{3, 4}	2,6	3,1	2,6	3,0	2,2	1,6	2,0	2,1
Economie emergenti ³	5,4	7,3	6,9	6,7	25,9	4,9	4,5	4,4
Asia ^{3, 5}	7,2	7,9	8,0	7,7	6,1	3,8	3,3	3,7
America latina ^{3, 6}	3,4	5,9	4,3	4,6	57,5	6,7	6,0	5,4
Europa centrale e orientale ^{3, 7}	0,5	6,9	5,9	5,6	80,4	8,7	8,6	6,9
Altre ^{3, 8}	2,3	4,8	5,4	5,0	5,5	1,0	2,3	2,9

¹ Per l'area dell'euro e il Regno Unito, indice armonizzato; per l'America latina, dati di fine anno. ² Previsioni prevalenti 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, Malesia, 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

anche di fronte a un nuovo e inatteso grave deterioramento della bilancia corrente degli Stati Uniti. Benché nel 2005 il disavanzo estero del paese abbia superato di circa \$100 miliardi le previsioni, il dollaro si è apprezzato in termini effettivi reali.

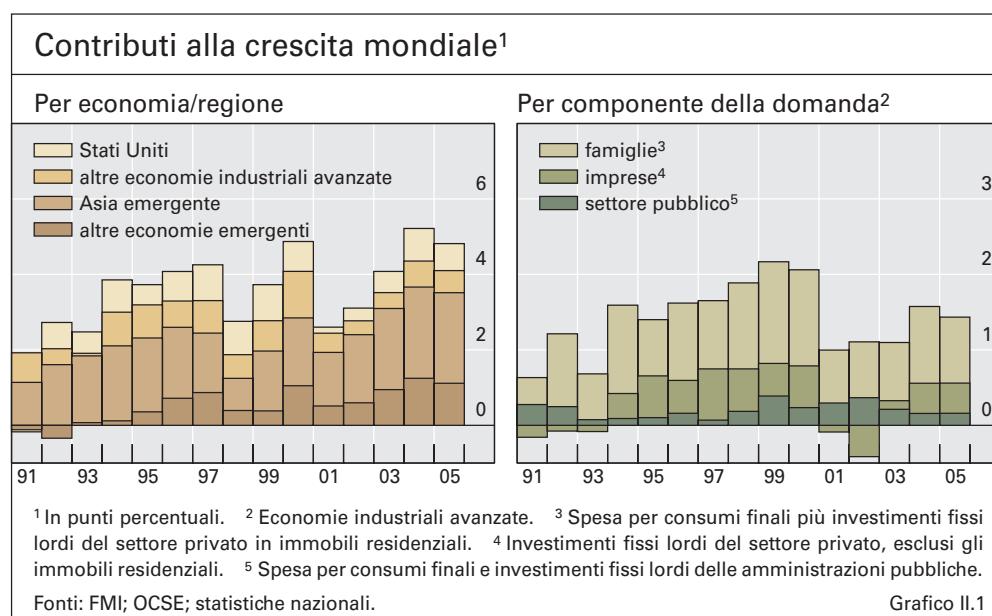
Stando alle previsioni prevalenti per il 2006, il contesto di solida crescita e bassa inflazione dovrebbe proseguire in tutto il mondo (tabella II.1). Il favorevole clima di fiducia delle imprese e una disoccupazione contenuta o in calo confortano l'ottimismo per le prospettive di crescita a breve termine. Tuttavia, diversi aspetti dell'attuale ripresa mondiale appaiono meno positivi: i disavanzi di bilancio sono ampi, il risparmio delle famiglie in varie economie avanzate si colloca su livelli bassi e difficilmente sostenibili, gli investimenti societari restano scarsi e gli squilibri internazionali di parte corrente hanno raggiunto dimensioni senza precedenti. Nel contempo, le prospettive di inflazione sono divenute più incerte, poiché i prezzi del petrolio hanno toccato nuovi record e gli *output gap* si sono ridotti o persino annullati in molti paesi.

Rassegna dell'economia mondiale

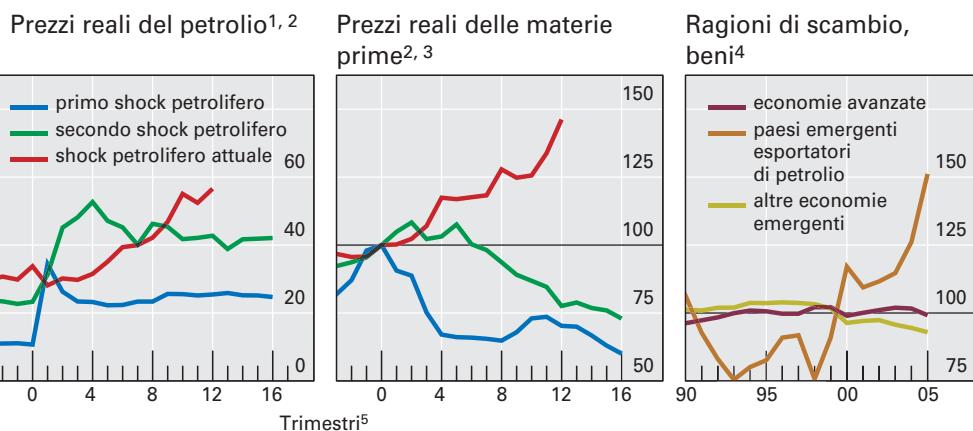
Proseguimento di una crescita vigorosa e di una bassa inflazione

Terzo anno
consecutivo di forte
espansione

L'espansione del PIL mondiale nel 2005 ha superato il 4% per il terzo anno consecutivo, facendo di questa ripresa la più vigorosa dai primi anni settanta. Mentre nelle Americhe e in Europa il prodotto ha segnato un lieve rallentamento rispetto al 2004, in Asia la sua crescita si è ulteriormente rafforzata. Lo sviluppo economico cinese è proseguito inarrestabile e il tanto atteso recupero del Giappone ha contribuito al dinamismo della regione, non da ultimo a causa delle sostanziali complementarità fra le strutture commerciali di questo paese e di quelli asiatici emergenti. Nel complesso, oltre la metà dell'aumento del prodotto mondiale nello scorso anno è ascrivibile all'Asia emergente (grafico II.1).



Prezzi del petrolio e di altre materie prime e ragioni di scambio



Fonti: FMI; Bloomberg; Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Institut (HWWI); statistiche nazionali. Grafico II.2

La rapida crescita della domanda (specie nell'Asia emergente) ha favorito nel 2005 un ulteriore rincaro delle materie prime, anche se le pressioni sui prezzi sono state accentuate dai vincoli di capacità nella produzione e nella raffinazione del petrolio. Verso la fine di agosto le quotazioni a pronti del greggio hanno toccato i \$70 al barile, con un incremento del 60% circa rispetto a inizio anno. Il costante rialzo dei prezzi del petrolio in termini reali negli ultimi due anni contrasta nettamente con gli shock petroliferi indotti dall'offerta degli anni settanta, allorché parte dell'iniziale balzo delle quotazioni era rientrata abbastanza rapidamente. I corsi dei metalli di base e di altre materie prime sono anch'essi cresciuti in parallelo a quelli del petrolio (grafico II.2).

L'economia mondiale ha dato prova di notevole tenuta di fronte all'ulteriore forte rincaro dell'energia. Le importazioni nette di petrolio dei paesi dell'OCSE sono state pari a circa l'1½% del loro PIL, ossia mezzo punto percentuale in più che nel 2004, ma meno della metà della quota registrata negli anni settanta. Mentre l'espansione economica dei paesi importatori è rimasta intatta, il sensibile miglioramento delle ragioni di scambio ha dato un impulso alla crescita nelle economie emergenti esportatrici di petrolio e di altre materie prime in America latina, Medio Oriente e Africa.

Un'inflazione tenacemente moderata ha assorbito gli effetti dei rincari dell'energia sulla domanda aggregata nei paesi importatori di petrolio. L'inflazione al consumo è cresciuta solo di poco rispetto ai livelli osservati nel 2004 e non si sono avuti rilevanti effetti di secondo impatto, grazie al proseguimento della moderazione salariale e al limitato potere di manovra dei prezzi delle imprese. Le aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste saldamente ancorate. In questo contesto, la banca centrale degli Stati Uniti e, in seguito, quelle dell'area dell'euro e del Giappone hanno perseguito strategie mirate alla graduale rimozione dello stimolo monetario (Capitolo IV).

Continua il rincaro delle materie prime ...

... ma la crescita economica mondiale rimane robusta ...

... grazie a un'inflazione contenuta ...

... e alle condizioni di finanziamento distese

Il persistere in tutto il mondo di condizioni di finanziamento agevoli ha fornito un ulteriore contrappeso all'effetto dei crescenti prezzi dell'energia sullo sviluppo economico. I tassi di interesse reali a breve e a lungo termine nelle principali aree valutarie sono rimasti ben al disotto della loro media di lungo periodo. Unitamente a ciò, i bassi premi al rischio hanno sostenuto le quotazioni di tutte le classi di attività: i prezzi delle abitazioni sono fortemente cresciuti in molti paesi (Capitolo VII) e i corsi azionari hanno raggiunto pressoché ovunque livelli non più osservati da vari anni (Capitolo VI). Spread creditizi eccezionalmente esigui si sono associati a una più rapida espansione del credito, che ha toccato tassi comparabili a quelli degli ultimi anni novanta.

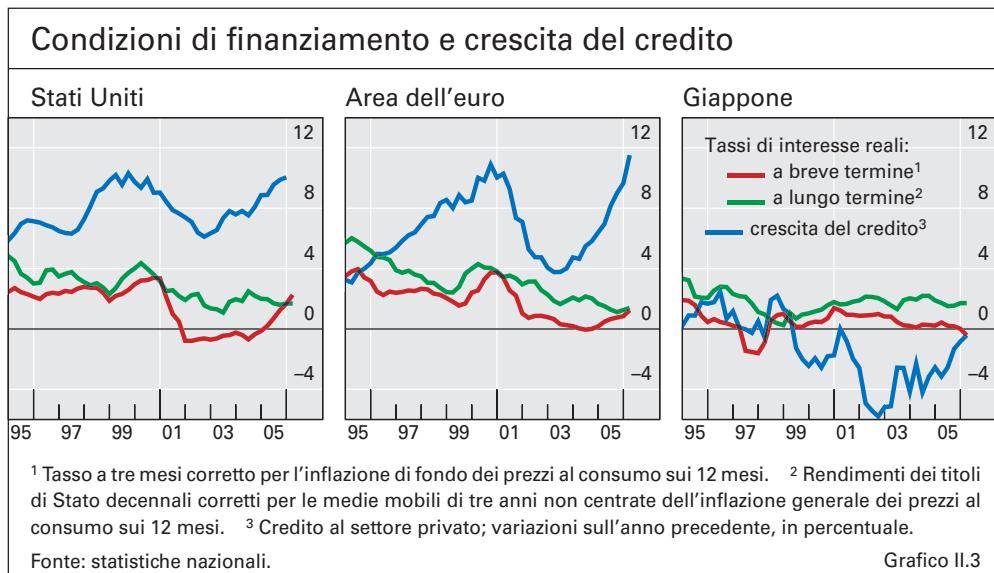
Segnali di un'espansione economica più bilanciata

L'espansione prosegue negli Stati Uniti e in Cina ...

Gli Stati Uniti e la Cina hanno continuato a essere i principali motori della crescita mondiale nei primi mesi del 2005. Allo stesso tempo, la vigorosa spesa per consumi statunitense e l'ulteriore fortissima attività di investimento in Cina hanno contribuito a risollevare l'area dell'euro e le economie emergenti dell'Asia dalla fase di debolezza dovuta all'aggiustamento delle scorte nel comparto manifatturiero. Le esportazioni – comprese quelle dei settori dell'alta tecnologia, che avevano precedentemente ristagnato – sono infatti tornate ad aumentare nella prima metà del 2005 in Europa e successivamente in Asia.

... si estende all'area dell'euro ...

Col progredire dell'anno l'espansione mondiale si è estesa. Mentre l'economia statunitense ha mantenuto considerevole slancio e la Cina ha continuato a crescere a ritmi sostenuti, il rafforzamento della domanda interna ha favorito una ripresa nell'Europa continentale. Sullo sfondo di una robusta ascesa dei profitti, di un miglioramento del clima di fiducia delle imprese e, più di recente, di un maggiore utilizzo della capacità produttiva, nell'area dell'euro la spesa delle imprese ha fatto registrare il più elevato aumento dal 2000. Al contrario, i consumi privati non si sono ripresi. I differenziali di crescita sono rimasti considerevoli fra le maggiori economie dell'area, dove si passa dal rapido sviluppo economico della Spagna, alla crescita sotto la media di Francia e Germania, al ristagno dell'Italia.



La crescente domanda interna ha rafforzato la convinzione che la ripresa in Giappone sia fermamente avviata. La sostenuta spesa delle imprese e la svolta nell'espansione del credito fanno ritener che il processo di risanamento dei bilanci nei settori delle società finanziarie e non finanziarie abbia infine compiuto il suo corso (grafico II.3). I consumi privati hanno recuperato slancio sulla scia delle migliorate condizioni del mercato del lavoro. La domanda interna si è irrobustita anche in molte economie emergenti dell'Asia (Capitolo III).

... e si consolida in Giappone

L'espansione economica è apparsa altresì più equilibrata dal punto di vista delle componenti della domanda aggregata. Gli investimenti delle imprese sono finalmente tornati a salire in molte economie avanzate, fornendo nel 2005 un contributo alla crescita della domanda interna analogo a quello osservato in precedenti fasi di recupero negli Stati Uniti e in Giappone, ma leggermente inferiore a quello della seconda metà degli anni novanta nell'area dell'euro. La spesa delle famiglie – compresa quella per immobili residenziali – ha rappresentato il 67% circa della crescita totale del PIL nei paesi dell'OCSE, di fronte a oltre l'80% osservato nella prima metà di questo decennio. Il recente calo può essere ascritto al rallentamento degli investimenti in immobili residenziali e all'indebolimento dei consumi privati in seguito alla più moderata attività nel mercato delle abitazioni in Australia e nel Regno Unito, nonché alle gravi turbative causate dagli uragani negli Stati Uniti.

Crescita più bilanciata in termini di componenti della domanda

Prospettive e rischi

Secondo le previsioni prevalenti per il 2006 la crescita mondiale dovrebbe ancora superare il 4% e l'inflazione restare moderata. In effetti, il contesto economico appare favorevole sotto molti aspetti. La fiducia delle imprese è aumentata a livello internazionale, il che fa ben sperare per un ulteriore rafforzamento degli investimenti societari. Vi è stato un miglioramento dei mercati del lavoro negli Stati Uniti e in Giappone, e segnali in tal senso pervengono anche dall'area dell'euro. In Asia sembra che l'economia stia acquisendo una notevole dinamica autonoma. La crescita dovrebbe infine accelerare anche in America latina e rimanere vigorosa nell'Europa centrale e orientale.

Le previsioni prevalenti di una continuazione della vivace crescita nel 2006 ...

Tuttavia, è altresì possibile che la situazione evolva negativamente. Pur prescindendo da eventi potenzialmente catastrofici, quali una pandemia di influenza aviaria o una crisi geopolitica, vari interrogativi si pongono quanto alla sostenibilità di medio periodo delle attuali tendenze economiche.

... sono soggette al rischio di evento ...

L'odierna configurazione delle principali variabili macroeconomiche è decisamente insolita (tabella II.2). In primo luogo, i corsi petroliferi si sono portati a nuovi record e, in termini reali, risultano doppi rispetto alla loro media di lungo periodo. Prima o poi le pressioni inflazionistiche potrebbero intensificarsi, specie se si considera che in molte economie il divario fra prodotto effettivo e potenziale (*output gap*) si sta restringendo o addirittura colmando. In secondo luogo, i tassi di interesse reali a lungo termine continuano a collocarsi su valori assai bassi, nonostante l'aumento intervenuto a partire da inizio 2006. Non sono ben chiare né le ragioni del livello storicamente basso dei tassi di interesse reali, né le implicazioni macroeconomiche di un loro

... e al problema della sostenibilità dei modelli di crescita attuali

2005: un anno insolito						
Medie o totali annui						
	2005	Massimo		Minimo		Media 1980-2004
		Valore	Anno	Valore	Anno	
Crescita del PIL mondiale	4,8	5,3	2004	1,2	1982	3,4
Prezzi reali del petrolio ¹	49,1	49,1	2005	14,0	1998	26,3
Tasso di interesse reale a lungo termine nel G3 ²	1,6	5,3	1990	1,6	2005	3,5
Tasso di risparmio delle famiglie USA ³	-0,4	11,2	1982	-0,4	2005	6,1
Saldo finanziario delle imprese USA ⁴	1,3	1,9	2003	-2,7	1980	-0,4
Disavanzi correnti ⁵	-2,8	-1,1	1995	-2,8	2005	-1,6

¹ Media non ponderata delle qualità Dubai Fateh, Brent e West Texas Intermediate; in dollari USA al barile. Deflazionata per i prezzi delle esportazioni mondiali; anno base: 1990. ² Rendimenti dei titoli di Stato decennali corretti per le medie mobili di tre anni non centrate dell'inflazione generale dei prezzi al consumo sui 12 mesi. Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. ³ In percentuale del reddito disponibile. ⁴ Risparmio meno investimenti, in percentuale del PIL. ⁵ Somma delle economie con disavanzo del conto corrente, in percentuale del PIL mondiale.

Fonti: FMI; Bloomberg; statistiche nazionali. Tabella II.2

eventuale brusco aumento dopo un lungo periodo di valori contenuti. In terzo luogo, negli Stati Uniti, mentre le imprese risultano risparmiatrici nette, lo scorso anno gli indicatori del risparmio delle famiglie sono divenuti negativi. Infine, i disavanzi di parte corrente si sono ampliati a livelli senza precedenti. L'insieme delle posizioni di conto corrente dei paesi con un deficit verso l'estero rappresenta più del 2½% del PIL mondiale ed è attribuibile in gran parte agli Stati Uniti.

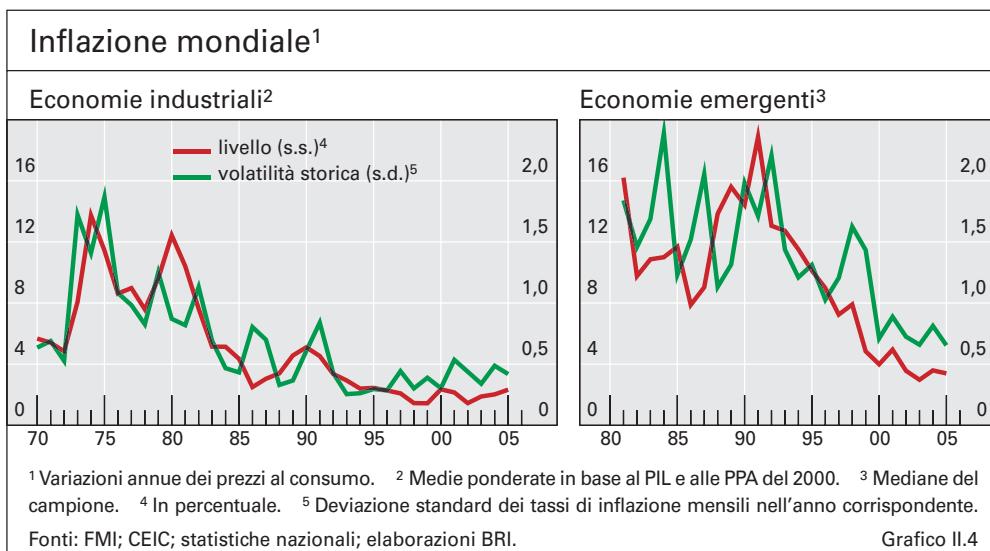
Inflazione e processo di determinazione dei salari nell'economia mondiale

Tendenze mondiali dell'inflazione

Inflazione ancora bassa e stabile

L'inflazione mondiale è rimasta bassa e stabile nel periodo in esame, nonostante il proseguimento di una robusta crescita economica e il rialzo dei prezzi dell'energia (grafico II.4). L'inflazione generale al consumo negli Stati Uniti è aumentata al 4¾% lo scorso autunno, allorché, dopo gli uragani, i prezzi dei carburanti hanno toccato un massimo, ma è nuovamente calata verso la fine dell'anno. Anche in altri paesi industriali avanzati essa si è mossa al rialzo nell'anno trascorso, restando nondimeno contenuta in base ai parametri storici. L'incremento dei prezzi al consumo ha segnato una moderazione in America latina ed è rimasto relativamente stabile nell'Europa centrale e orientale, mentre nell'Asia emergente ha seguito andamenti differenziati, diminuendo in Cina malgrado la continua rapida crescita economica e aumentando in vari altri paesi (Capitolo III).

I tassi di inflazione di fondo sono rimasti sostanzialmente invariati negli Stati Uniti e in Europa, cosicché il divario fra l'inflazione generale e quella di



fondo è divenuto particolarmente ampio nel terzo trimestre 2005. In Giappone l'inflazione al netto degli alimentari freschi è risalita all'1/2% intorno alla fine dell'anno. Nelle economie di mercato emergenti l'inflazione di fondo è invece rimasta perlopiù stabile.

Il fatto che l'inflazione generale non abbia seguito il movimento al rialzo dei corsi petroliferi si pone in netto contrasto con le spirali salari-prezzi che caratterizzarono gli anni settanta, ma è coerente con la tendenza, più recente, a una minore persistenza dell'inflazione. Dal 1970 al 1989 nei paesi del G7 più dell'80% dei rincari avvenuti nei sei mesi precedenti perdurava nel mese successivo. Tale quota è scesa a meno del 50% negli Stati Uniti dopo gli anni novanta, e si è ridotta in maniera analoga in Canada, Giappone e Regno Unito. Quanto all'area dell'euro, le evidenze sono più eterogenee. Il grado di

Inflazione di fondo sostanzialmente invariata

La minore persistenza dell'inflazione ...

Contributo di un fattore comune all'inflazione nelle economie avanzate¹

	Livello del tasso di inflazione					Volatilità del tasso di inflazione						
	Media 1970-1989	Media 1990-2005	Differenza ²			Media 1970-1989	Media 1990-2005	Differenza ²				
			Totale	Spiegata da				Totale	Spiegata da			
				Fattore comune ³	Specificità paese ³				Fattore comune ³	Specificità paese ³		
Stati Uniti	6,1	2,8	-3,3	-3,7	0,4	0,7	0,1	-0,6	-0,4	-0,2		
Giappone	5,6	0,6	-5,0	-5,3	0,3	2,2	0,2	-2,0	-0,3	-1,7		
Germania	3,8	2,2	-1,6	-2,6	1,0	0,3	0,3	-0,0	-0,3	0,3		
Francia	7,8	1,9	-5,9	-5,6	-0,3	0,9	0,1	-0,8	-0,6	-0,2		
Regno Unito	9,5	2,6	-6,9	-6,9	0,0	2,4	0,3	-2,1	-0,5	-1,6		
Italia	11,2	3,5	-7,7	-8,0	0,3	2,3	0,2	-2,1	-0,6	-1,5		
Canada	6,7	2,2	-4,5	-4,5	-0,0	0,7	0,3	-0,4	-0,5	0,1		
OCSE	8,3	2,7	-5,6	-5,2	-0,4	1,7	0,4	-1,3	-0,4	-0,9		

¹ I tassi di inflazione di 22 paesi dell'OCSE sono scomposti in un fattore comune (comovimenti fra paesi) e in fattori specifici ai singoli paesi utilizzando un modello fattoriale dinamico. ² Differenza fra i periodi 1970-1989 e 1990-2005. ³ Contributo alla differenza.

Fonti: OCSE; elaborazioni BRI.

Tabella II.3

persistenza dell'inflazione sembra essere diminuito anche in molte economie emergenti.

... e la sua
contenuta
dispersione sono
fenomeni globali

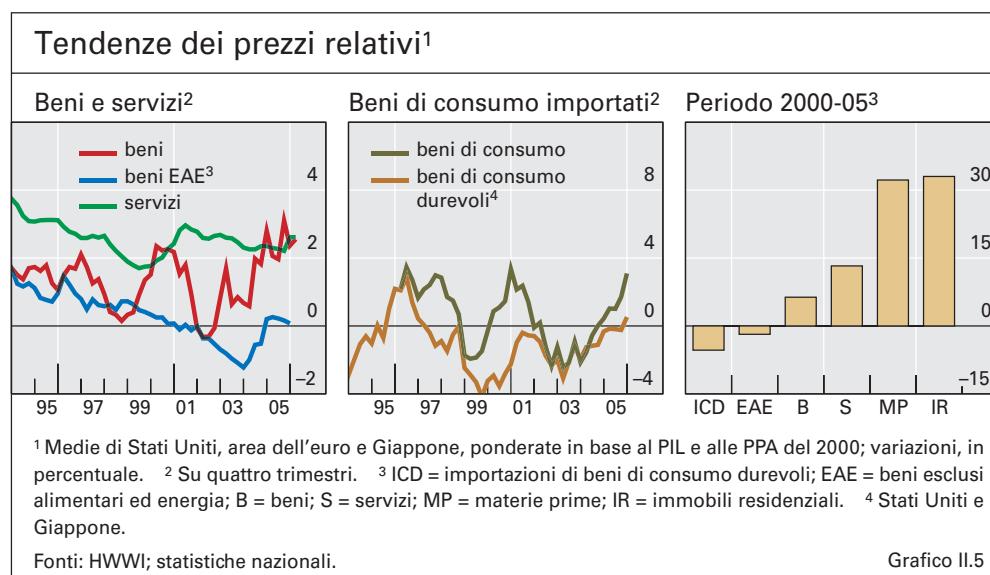
Forze all'origine
delle tendenze
inflazionistiche
comuni

Le variazioni dei
prezzi relativi
confermano
l'influsso della
globalizzazione
sull'inflazione ...

Un'altra tendenza globale rimasta inalterata è la minore dispersione internazionale dei tassi di inflazione. Nel 2005 i tassi di inflazione nelle economie avanzate risultavano situarsi entro un intervallo dello 0-3% circa, contro una fascia di circa 20 punti percentuali nel 1980. Sempre nel 2005, i coefficienti di variazione dei tassi di inflazione erano calati a meno di 0,5, da 1,2 di metà anni ottanta. Anche nell'area emergente le efficaci misure di stabilizzazione macroeconomica hanno diminuito la dispersione dei tassi di inflazione a partire da metà anni novanta.

Le forze all'origine di queste tendenze di lungo periodo del processo inflazionistico non sono del tutto chiare. La massima parte del calo nel livello e nella variabilità dei tassi di inflazione è riconducibile a un fattore comune (tabella II.3), che tuttavia riflette probabilmente cause economiche alquanto diverse. Un primo elemento risiede nei cambiamenti nella conduzione della politica monetaria. Da questo punto di vista, le tendenze globali dell'inflazione sono il risultato di una modifica simultanea delle politiche economiche interne di numerosi paesi. Un'altra determinante, veramente globale, è la crescente integrazione internazionale dei mercati dei beni e dei fattori produttivi, accompagnata da una variazione delle condizioni di domanda-offerta a livello mondiale. A tale riguardo, l'apertura economica della Cina, dell'India e dell'ex blocco sovietico, ma anche la crescente forza economica dell'Asia e dell'America latina, hanno avuto un ruolo cruciale. La maggiore significatività evidenziata da misure mondiali della capacità inutilizzata come determinanti dell'inflazione interna è un indizio del carattere sempre più globale del processo inflazionistico (Capitolo IV).

Le ampie variazioni dei prezzi relativi intervenute a livello mondiale negli ultimi cinque anni circa avvalorano la tesi secondo cui i cambiamenti dell'economia reale hanno influito sulle dinamiche globali dell'inflazione. Da un lato, i corsi delle materie prime sono aumentati di oltre il 30% (grafico II.5), in concomitanza con un'esplosione della domanda di materie prime, prodotti



di base ed energia da parte delle economie emergenti: i paesi esterni all'OCSE sono stati all'origine di circa i due terzi della crescita del 20% registrata dalla domanda internazionale di petrolio dal 1995 al 2005. Dall'altro lato, l'offerta di beni manufatti è fortemente cresciuta grazie alle esportazioni di questi mercati emergenti di nuova integrazione. Ad esempio, i volumi delle esportazioni dalle economie in via di sviluppo dell'Asia sono saliti del 15% circa l'anno nel 2000-05. Contemporaneamente, nei principali paesi industriali i prezzi delle importazioni di beni di consumo durevoli sono diminuiti del 5%, mentre quelli di molti beni non oggetto di commercio internazionale hanno continuato ad aumentare.

Questi movimenti dei prezzi relativi contrastano decisamente con quelli osservati in occasione dello shock petrolifero di fine anni settanta. Fra il 1978 e il 1981, infatti, i prezzi di beni, servizi e materie prime nelle economie del G3 crebbero pressoché uniformemente del 25-35%.

... e contrastano nettamente con il passato

Processo di determinazione dei salari e globalizzazione

Il calo tendenziale dell'inflazione è andato di pari passo con una notevole moderazione della crescita dei salari nominali. La progressione dei costi unitari del lavoro è rallentata parallelamente ai salari nominali, e la quota del reddito da lavoro sul valore aggiunto totale è scesa del 5% negli ultimi trent'anni circa (grafico II.6).

Moderazione durevole della crescita dei salari nominali ...

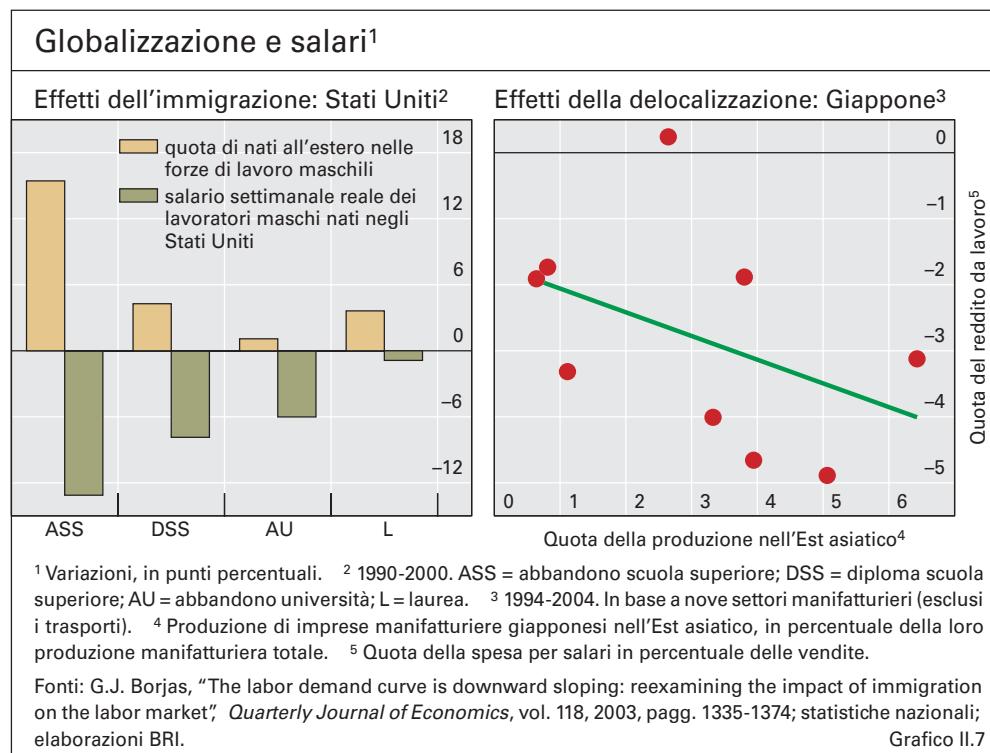
Senza dubbio, vari fattori sono intervenuti in questo processo. Molti osservatori sostengono che la maggiore credibilità della politica monetaria, conseguita attraverso una risposta più attiva agli shock inflazionistici, abbia contenuto gli aumenti salariali fornendo un'ancora più salda alle aspettative di inflazione (Capitolo IV). Oltre a ciò, la maggiore crescita della produttività del lavoro, grazie a una più elevata intensità di capitale e al progresso tecnologico, ha anch'essa contribuito a limitare gli incrementi dei costi unitari del lavoro. Infine, insieme a un calo nel tasso di sindacalizzazione e a una maggiore decentralizzazione della negoziazione collettiva, la deregolamentazione dei

... per effetto di vari fattori



Fonti: OCSE; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico II.6



mercati del lavoro interni nell'ultimo decennio ha avuto la tendenza a ridurre il potere contrattuale di alcune categorie di lavoratori.

Al tempo stesso, non va sottovalutato l'influsso del processo di globalizzazione. Secondo alcune stime, l'integrazione delle economie di mercato emergenti nel processo di produzione internazionale ha di fatto raddoppiato l'offerta di lavoratori attivi nell'economia mondiale. Unitamente ad altri aspetti della globalizzazione, ciò ha verosimilmente influito sulle politiche del mercato del lavoro e sulla determinazione dei salari nelle economie industriali avanzate, e questo attraverso almeno tre canali.

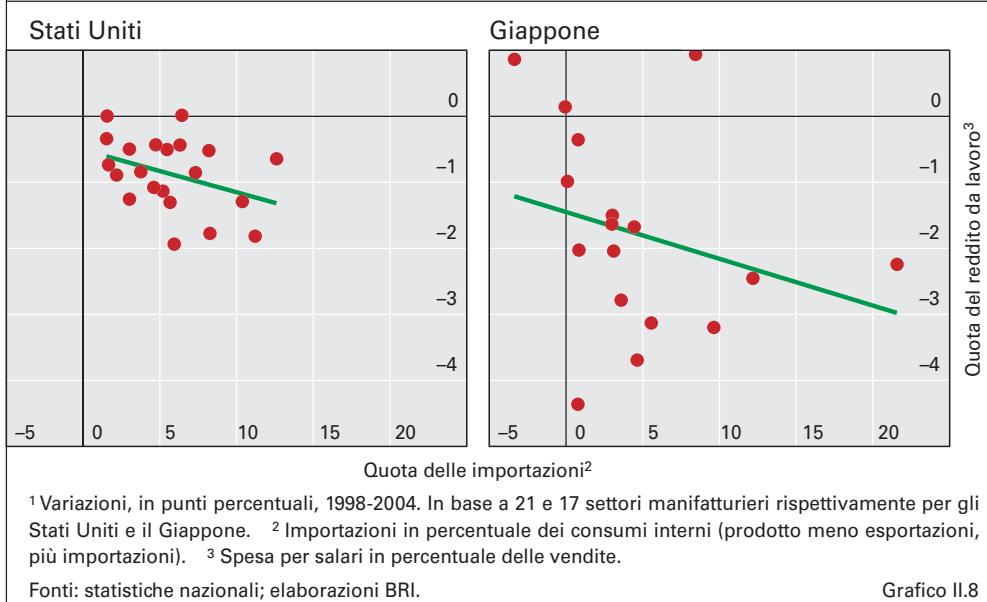
In primo luogo, l'accresciuta mobilità internazionale del lavoro ha contribuito ad allentare i vincoli di offerta nei mercati interni, il che sembra aver moderato le pressioni al rialzo sui salari, specie nel caso dei lavoratori poco qualificati (grafico II.7). La consapevolezza che un numero crescente di impieghi è esposto alla concorrenza degli immigranti potrebbe esercitare un influsso significativo sui salari nei paesi con un'elevata penetrazione del lavoro estero. Ad esempio, negli Stati Uniti il flusso di immigranti, che ha accresciuto dell'11% l'offerta di lavoratori maschi fra il 1980 e il 2000, si stima abbia rallentato di 3 punti percentuali la crescita dei salari. Nell'Europa occidentale la proporzione media annua degli immigrati sul totale della popolazione è praticamente raddoppiata dalla caduta della cortina di ferro nel 1989. L'effetto della mobilità transnazionale delle forze di lavoro sulle retribuzioni all'interno dell'Europa potrebbe essersi intensificato ulteriormente dopo l'allargamento dell'Unione europea nel 2004. Nel Regno Unito, ad esempio, nei settori dove gli stranieri rappresentano una porzione elevata degli addetti, si sono osservati nel 2005 cali significativi delle remunerazioni per lavoro straordinario.

In secondo luogo, la delocalizzazione – effettiva o paventata – della produzione ha limitato il potere contrattuale dei lavoratori e dei sindacati in

La globalizzazione
influisce sulla
determinazione dei
salari ...

... attraverso una
maggiore mobilità
della forza lavoro ...

Penetrazione delle importazioni e reddito da lavoro per settore industriale¹



molti paesi industriali. La rapida crescita del commercio degli input materiali, come parti e componenti, è indicativa della sempre maggiore integrazione verticale dei processi produttivi a livello internazionale. Il tasso di espansione del commercio mondiale di parti e componenti si è collocato in media al 9% nel periodo 1990-2000, contro il 6½% registrato dall'interscambio mondiale complessivo. Negli Stati Uniti la quota degli input materiali sul totale delle importazioni è salita dal 12 al 17% fra il 1992 e il 2000. Sebbene le ripercussioni si siano fatte sentire soprattutto nel settore manifatturiero, i posti di lavoro più qualificati e a più elevata retribuzione nei settori dei servizi stanno divenendo sempre più contendibili. L'impatto del trasferimento degli impianti di produzione è sensibile in Giappone, dove le industrie che hanno attivamente perseguito strategie di delocalizzazione hanno in genere ridotto più fortemente le quote dei redditi da lavoro (grafico II.7, diagramma di destra). In Germania imprese di grandi dimensioni sono riuscite a negoziare riduzioni dei salari reali in cambio dell'abbandono dei progetti di trasferimento della produzione.

Infine, l'apertura dei mercati dei beni e, sempre più, dei servizi alla concorrenza internazionale ha accentuato le pressioni sui produttori dei paesi industriali avanzati. La maggiore contendibilità dei mercati dei beni ha costretto le imprese nazionali in posizione dominante a intensificare gli sforzi volti a tagliare i costi. La riduzione del monte salari ha rappresentato un elemento centrale delle strategie mirate a limitare il vantaggio di costo di cui godono i produttori nei paesi di recente globalizzazione come la Cina e l'India. La quota dei redditi da lavoro è in media scesa maggiormente proprio nei settori dove la penetrazione delle importazioni è stata più elevata, come quello dell'abbigliamento (grafico II.8).

... le possibilità di trasferimento della produzione ...

... e l'accresciuta concorrenza

Prospettive

Le previsioni prevalenti indicano il protrarsi di una bassa inflazione

Secondo le aspettative prevalenti, l'inflazione dovrebbe restare bassa e stabile nel 2006, sebbene le prospettive al riguardo siano di recente divenute più incerte. Vari indicatori segnalano un aumento dei rischi inflazionistici dovuto al crescente utilizzo delle risorse. Gli *output gap* nazionali si stanno assottigliando o persino annullando in molti paesi e i livelli di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero del G3 superano attualmente la loro media di lungo periodo. Tuttavia, è difficile valutare quale sia l'effettivo grado di sottoimpiego ancora presente nelle principali economie avanzate. Ad esempio, il tasso di disoccupazione sostenibile senza causare pressioni inflazionistiche potrebbe essere diminuito a causa di cambiamenti nella partecipazione al mercato del lavoro o di riforme strutturali. Aspetto forse ancora più importante, la globalizzazione potrebbe aver abbassato la reattività dei salari agli *output gap* nazionali, riducendo così la probabilità di pressioni inflazionistiche.

È possibile che l'inflazione dei beni resti contenuta ...

In siffatto contesto, uno dei quesiti fondamentali che si pone è se la crescita dei prezzi dei beni oggetto di interscambio continuerà a essere moderata, nonostante i costanti rincari delle materie prime e dell'energia. L'accelerazione dei prezzi alla produzione nelle principali economie avanzate nel corso del 2005 segnala chiaramente che le pressioni si sono intensificate. Pertanto, molto dipenderà da se (e quando) le imprese riacquieranno potere di manovra sui prezzi al consumo e se gli aumenti dei costi dei salari rimarranno contenuti. A questo proposito, vari indicatori inviano segnali contrastanti.

... poiché sembra proseguire la delocalizzazione della produzione ...

Gli investimenti diretti esteri nelle economie di mercato emergenti sono rimasti vigorosi, segno che probabilmente il processo di delocalizzazione della produzione non si è ancora esaurito. La penetrazione delle importazioni continua ad aumentare, a indicazione del protrarsi di pressioni al ribasso su prezzi e salari interni. Gli aumenti dei salari nominali nelle principali economie industriali restano a tutt'oggi ben inferiori ai normali valori storici e ciò, unitamente ai robusti guadagni di produttività del lavoro attesi, dovrebbe contribuire a mantenere sotto controllo la crescita dei costi unitari del lavoro.

... ma l'aumento dei prezzi all'importazione solleva alcuni dubbi

Nel contempo, i prezzi dei beni di consumo durevoli importati e quelli dei beni di consumo di base sembrano aver smesso di calare. Poco si sa del processo di formazione di salari e prezzi e dei mercati del lavoro nelle economie emergenti di recente globalizzazione. I riscontri aneddotici, come la crescita a due cifre dei costi del lavoro in alcuni comparti manifatturieri delle aree costiere cinesi, segnalano una riduzione del margine di sottoimpiego. Nello stesso tempo, il crescente utilizzo delle risorse e la persistenza di forti pressioni al rialzo sui prezzi delle materie prime potrebbero voler dire che l'*output gap* si sta restringendo anche a livello mondiale.

Risparmio e investimenti del settore privato

Tendenze

Nel 2005 il risparmio mondiale è cresciuto al 22% del PIL, un livello di circa 1½ punti percentuali superiore al minimo ciclico toccato nel 2002 e in linea con la media registrata negli anni novanta (tabella II.4). Al recente aumento ha

Risparmio e investimenti: tendenze					
	In percentuale del PIL				
	Media 1990-99	Media 2000-03	2004	2005	Per memoria: 1991-2005 ¹
Risparmio mondiale	22,1	21,2	21,4	22,0	-1,0
Economie avanzate ²	21,7	20,1	19,4	19,4	-3,2
Stati Uniti	16,3	15,5	13,4	13,3	-2,9
Area dell'euro	21,2	20,9	21,2	20,9	-1,0
Giappone	31,4	26,7	26,4	26,8	-7,6
Economie emergenti ³	23,7	25,4	28,6	30,3	6,0
PVS dell'Asia	31,2	32,0	36,0	38,2	9,7
Cina	38,7	37,1	46,8	51,3	13,5
America latina	18,3	18,5	21,3	21,8	2,5
Europa centrale e orientale	21,1	18,8	18,5	18,8	-8,0
Investimenti mondiali	22,7	21,4	21,7	22,2	-1,6
Economie avanzate ²	22,0	20,7	20,5	20,9	-2,5
Stati Uniti	18,7	19,2	19,6	20,0	1,5
Area dell'euro	19,8	20,7	20,5	20,9	0,7
Giappone	29,0	24,0	22,7	23,2	-9,7
Economie emergenti ³	25,5	24,3	26,4	26,4	1,2
PVS dell'Asia	32,0	29,7	33,4	34,3	4,0
Cina	37,0	35,0	43,3	44,1	9,4
America latina	21,0	20,1	20,6	20,7	1,1
Europa centrale e orientale	23,8	23,1	24,3	24,0	-3,6

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

Fonti: FMI; statistiche nazionali.

Tabella II.4

contribuito ancora una volta la maggiore propensione al risparmio delle economie emergenti. I paesi esportatori di petrolio, i cui saggi di risparmio sono saliti di 4 punti percentuali, hanno incrementato la loro quota sul risparmio mondiale. Nell'Asia emergente le dinamiche sono state differenziate. Il tasso di risparmio nazionale della Cina ha continuato a crescere ed è ormai prossimo al 51%. L'ulteriore forte espansione dei profitti delle imprese cinesi induce a ritenere che l'incremento del 2005 derivi soprattutto dal maggiore risparmio societario, mentre sarebbe rimasto sostanzialmente invariato quello delle famiglie, a un livello assai elevato, pari a circa un quarto del PIL. Nei restanti paesi dell'Asia emergente i valori sono invece diminuiti, mentre si sono mantenuti generalmente stabili nell'Europa centrale e orientale e in America latina.

I tassi di risparmio nazionale delle economie industriali avanzate non sono variati, restando decisamente al disotto della media dell'ultimo decennio, sebbene siano riscontrabili notevoli differenze da paese a paese. Da un lato, in Germania motivi precauzionali potrebbero aver concorso all'ulteriore incremento del risparmio delle famiglie. Dall'altro, la propensione al risparmio delle famiglie è diminuita in misura consistente negli Stati Uniti e in Spagna,

I paesi esportatori di petrolio e quelli emergenti dell'Asia incrementano il risparmio mondiale ...

... mentre restano invariati i saggi di risparmio nelle economie avanzate

dove la ricchezza immobiliare è notevolmente aumentata nel 2005. Nello stesso tempo, il settore societario negli Stati Uniti e in altre economie avanzate è rimasto un fornитore netto di risparmio. Nella misura in cui l'accresciuto risparmio delle imprese ha incrementato il valore delle attività verso questo settore negli ultimi anni, è possibile che il minor risparmio delle famiglie rappresenti una risposta all'aumento di quello societario. Ciò nonostante, negli Stati Uniti appaiono insostenibilmente bassi sia il saggio di risparmio delle famiglie, risultato negativo nel 2005 in base alla maggior parte delle stime, sia quello nazionale.

Ulteriore crescita degli investimenti in Cina

Lo scorso anno i tassi di investimento hanno registrato un leggero recupero nei paesi sviluppati e sono rimasti complessivamente stabili nelle economie emergenti. Anche in questo caso si sono riscontrate divergenze all'interno dell'Asia emergente. In Cina gli investimenti nazionali sono cresciuti di un ulteriore punto percentuale. In altre economie emergenti dell'Asia i tassi non sono sostanzialmente cambiati, cosicché gli investimenti fissi lordi restano su livelli molto inferiori a quelli registrati prima della crisi asiatica.

L'attività di investimento nelle economie avanzate si sposta verso il settore societario

Nelle economie avanzate l'attività di investimento si è spostata dall'edilizia residenziale agli investimenti fissi aziendali. Lo scorso anno la crescita degli investimenti in abitazioni nell'area OCSE è rallentata, passando al 3½%, dal 6½% nel 2004. La spesa in conto capitale delle imprese è rimasta sostenuta negli Stati Uniti ed è aumentata in altre economie, tra cui il Giappone, i paesi nordici, i paesi esportatori di materie prime come Australia e Canada, e alcuni paesi dell'area dell'euro, segnatamente Belgio e Germania. Per contro, gli investimenti societari sono rimasti relativamente deboli nel Regno Unito e sono diminuiti in Italia.

Profitti e investimenti delle imprese

Ulteriore aumento dei profitti societari

I profitti delle imprese, ulteriormente aumentati nel 2005, paiono aver raggiunto i massimi storici in termini di incidenza sul PIL mondiale. Le forze all'origine del boom dei profitti societari negli anni recenti sembrano di natura globale, sebbene abbiano avuto un certo influsso anche sviluppi settoriali specifici. Durante gli ultimi anni i margini operativi sono aumentati in tutti i settori non finanziari (tabella II.5), superando in molti casi i livelli della seconda metà degli anni novanta. Essi risultano attualmente di gran lunga più elevati soprattutto nei settori collegati con le materie prime. Benché in molti settori il potere di fissazione dei prezzi sia rimasto limitato, la crescita dei margini operativi ha beneficiato di un considerevole e diffuso calo dei costi del lavoro. Il fatto che gli utili siano aumentati ancor più durante l'attuale fase di ripresa è da attribuirsi in misura rilevante al livello molto più basso degli oneri per interessi, anche questo riscontrato mondialmente.

Gli investimenti restano al disotto dei parametri storici

I profitti record, l'elevato *cash flow* e i bassi tassi di interesse non hanno però indotto un'eccezionale attività di investimento delle imprese. La formazione di capitale fisso ha registrato un certo recupero nel 2005 e, in termini reali, nelle economie avanzate è aumentata grosso modo in linea con la tendenza osservata in precedenti cicli. Tuttavia, ciò non sembra aver colmato lo scompenso cumulativo prodotto dalla relativa debolezza degli investimenti nella fase iniziale della ripresa in atto. In effetti, nelle economie del G3 gli

Indicatori di profitto per determinati settori di attività economica a livello mondiale¹

In percentuale dei ricavi

	Risultato operativo ²			Utili ex imposta		
	2004-05		Variazione ³	2004-05		Variazione ³
	2001-02	1995-99		2001-02	1995-99	
Apparecchiature informatiche	5	2	0	4	4	0
Autoveicoli	4	0	0	2	1	0
Chimica	9	3	1	6	3	1
Distribuzione al dettaglio	5	1	1	3	1	1
Estrazione di minerali	22	4	9	17	6	9
Macchinari industriali	8	2	2	5	3	2
Petrolio e gas naturale	14	3	5	9	3	4
Servizi di pubblica utilità	14	3	1	7	3	1
Software	26	2	0	18	5	3
Telecomunicazioni	16	3	-2	9	13	-1
Trasporto aereo	3	3	-3	2	3	-1

¹ Media delle aziende comprese nell'indice World Equity Market, ponderata per i ricavi. ² Ricavi meno costi operativi totali.

³ Differenza fra la media 2004-05 e le medie 2001-02 e 1995-99, rispettivamente.

Fonti: Datastream; elaborazioni BRI.

Tabella II.5

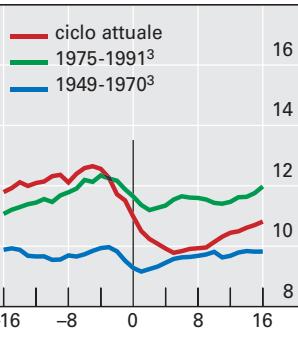
investimenti societari in rapporto al PIL sono bassi rispetto ai parametri storici (grafico II.9). La debolezza relativa degli investimenti trova una conferma nel fatto che in gran parte dei settori riportati nella tabella II.5 l'incidenza delle immobilizzazioni materiali sulle attività complessive delle imprese è stata considerevolmente inferiore nel 2004-05 rispetto alla seconda metà degli anni novanta.

I bassi saggi di investimento nominali tuttora riscontrabili nella maggior parte delle economie avanzate restano di difficile interpretazione. Un fattore esplicativo potrebbe essere la caduta nel prezzo relativo degli investimenti fissi aziendali. Ad esempio, in Giappone e negli Stati Uniti il prezzo relativo dei

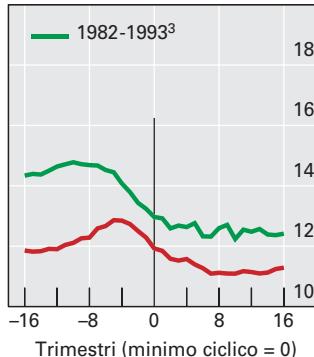
I bassi investimenti potrebbero derivare dal minor prezzo dei beni strumentali ...

Cicli di investimento delle imprese¹

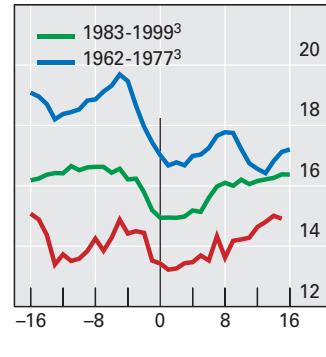
Stati Uniti



Area dell'euro²



Giappone



¹ In base al rapporto investimenti/PIL in termini nominali; in percentuale. ² Media di Francia, Germania e Italia, ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. ³ Media dei cicli in cui si è registrato un minimo nel periodo indicato.

Fonte: statistiche nazionali.

Grafico II.9

... e da
cambiamenti nei
processi di
produzione

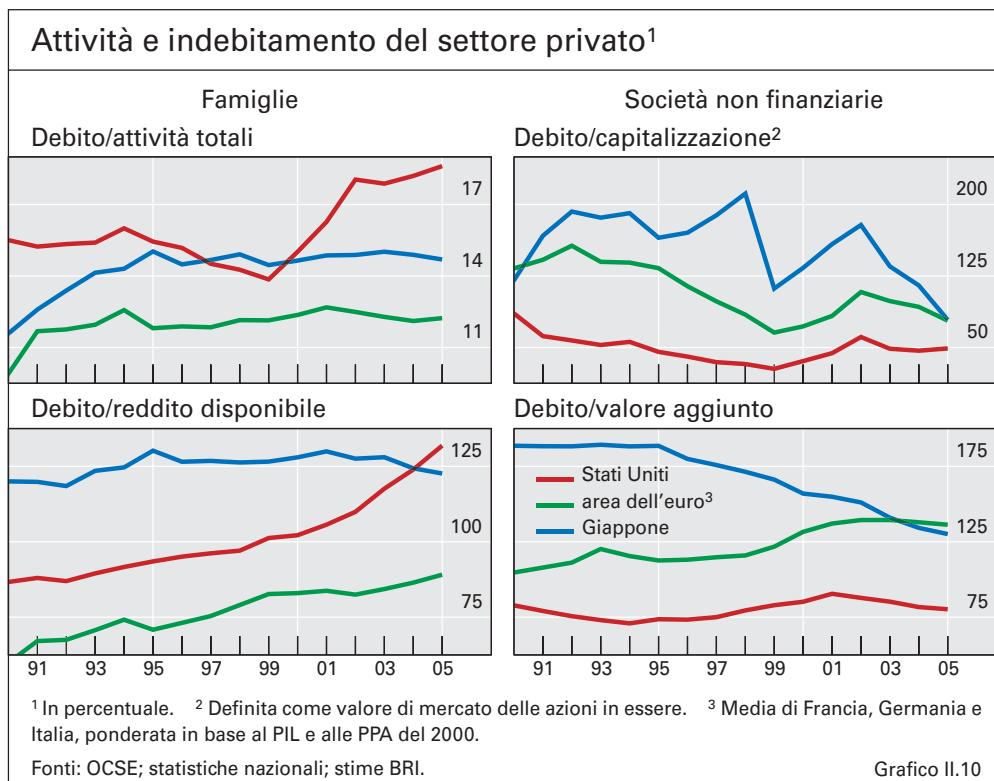
I tassi di attualizza-
zione sono forse
relativamente alti in
taluni settori ...

beni strumentali è diminuito del 25-40% dal 1980. Ciò comporterebbe un calo dei saggi di investimento nominali nella misura in cui l'effetto di prezzo relativo non fosse compensato da un aumento dell'intensità di capitale.

Un altro fattore che potrebbe spiegare i più bassi livelli di investimento rilevati sono le trasformazioni intervenute nella struttura produttiva. Le attività immateriali, come il valore del marchio e i processi gestionali, paiono rivestire oggi un ruolo più importante nella produzione rispetto al decennio precedente. È tuttavia possibile che simili investimenti non siano adeguatamente rilevati dalle statistiche. Inoltre, la globalizzazione dei processi produttivi potrebbe aver abbassato i tassi di investimento nelle economie avanzate. In effetti, gli investimenti diretti esteri sono stati rilevanti, specie in Cina, ma non è chiaro se essi abbiano sostituito quelli nel paese di origine. Nel caso delle multinazionali statunitensi l'integrazione verticale internazionale sembra comportare una combinazione di maggiori investimenti sull'interno e sull'estero, piuttosto che una semplice delocalizzazione della produzione interna.

Gli elevati tassi di attualizzazione degli investimenti in relazione ai redditi attesi potrebbero aver dissuaso le direzioni aziendali dall'espandere le capacità in determinati settori. La richiesta di alti rendimenti da parte degli azionisti potrebbe esserne un motivo. Un altro fattore che forse contribuisce a mantenere bassa la redditività attesa del capitale investito sono i dubbi circa la sostenibilità del boom in specifici mercati. Di fatto, gli investimenti nell'industria petrolifera sembrano esser stati piuttosto deboli su scala mondiale, nonostante il netto incremento dei profitti del settore negli ultimi anni.

Analogamente, resta da vedere in che misura incida ancora il retaggio dei passati sovrainvestimenti. Da un lato, negli ultimi due anni gli investimenti in



alcuni settori informatici sono ripresi. Più in generale, la riduzione degli indici di leva indotta dalle difficoltà di finanziamento connesse con il crollo dei mercati azionari nel 2001 e il susseguente inasprimento del governo societario sembrano aver esaurito il proprio corso. Nelle maggiori economie avanzate i rapporti di indebitamento si sono ridotti (grafico II.10). Dall'altro lato, la forte crescita in tutto il mondo delle operazioni di *leveraged buyout* nel 2005 sta a indicare un maggiore interesse per l'acquisto di strutture produttive esistenti che non per la creazione di nuove.

... e potrebbe tuttora gravare il ricordo di passati sovrainvestimenti

Investimenti residenziali e mercati immobiliari

Nonostante una certa decelerazione della crescita nel 2005, gli investimenti in abitazioni sono rimasti sostenuti e la loro incidenza sul PIL ha superato di circa 1½ punti percentuali la media di lungo periodo (5%) in Australia e negli Stati Uniti. In Spagna la loro quota sul PIL ha raggiunto il 9% circa, quasi 3 punti in più della media degli ultimi dieci anni. Germania e Giappone sono invece le eccezioni notevoli in questo quadro caratterizzato da una dinamica superiore alla media degli investimenti residenziali nelle economie avanzate.

L'attività di investimento è stata intensa nel settore delle abitazioni ...

Negli Stati Uniti l'edilizia residenziale ha continuato a rappresentare il principale fattore propulsivo della recente ripresa nel settore delle costruzioni, che si è protratta anche nei primi mesi del 2006. In Spagna il settore delle costruzioni è al suo tredicesimo anno consecutivo di espansione. La crescita è stata trainata (nonché finanziata) in misura consistente da fonti esterne, principalmente cittadini di paesi del Nord Europa della generazione del *baby boom*, che in vista del pensionamento acquistano una seconda casa sulle coste del Mediterraneo.

... e in quello delle costruzioni

Negli ultimi due decenni il settore delle costruzioni (immobili residenziali e commerciali) nelle maggiori economie industriali ha attraversato svariati cicli. I periodi di intensa attività si sono in genere protratti piuttosto a lungo, con fasi espansive durate da quattro a oltre dieci anni nel campione di paesi riportati nella tabella II.6. Durante tali periodi il settore ha contribuito alla crescita aggregata del PIL per un buon 10-15%; la sua incidenza sul prodotto totale dell'economia al punto di massima del ciclo è arrivata al 10%; l'impiego di manodopera sulle forze di lavoro complessive è salito fino al 13%. Negli Stati Uniti, ad esempio, il settore è cresciuto in media dell'8½% l'anno durante la forte espansione del 1983-86, concorrendo per il 9% alla crescita del PIL in quel periodo. Il boom degli anni novanta è stato meno pronunciato, anche se in termini occupazionali l'importanza del settore è leggermente aumentata. Le fasi di forte crescita hanno esercitato effetti positivi anche su settori collegati, come i servizi immobiliari e di *leasing*. Nel triennio 1983-86, ad esempio, l'incidenza di questi servizi sul PIL è aumentata dello 0,7% negli Stati Uniti.

Caratteristiche dei precedenti cicli delle costruzioni

Al pari delle fasi ascendenti, anche quelle contrattive nell'industria delle costruzioni sono state spesso lunghe, nonché gravose. In Germania, Giappone, Spagna e Stati Uniti il prodotto reale nel settore delle costruzioni è diminuito del 13-21% durante le principali fasi discendenti degli ultimi tre decenni, con un calo dell'occupazione che ha raggiunto il 20%.

Le fasi contrattive hanno avuto la tendenza a protrarsi a lungo ...

Le recessioni più recenti sono state particolarmente severe in Germania e Giappone. Nel primo paese il prodotto e l'occupazione del settore sono scesi

Settore delle costruzioni in determinati paesi ¹							
In percentuale							
	Periodo di forte espansione ²					Variazione tra massimo e minimo ⁵	
	Anni	Tasso medio di crescita ³	Contributo alla crescita ⁴	Quota massima sul PIL nominale	Quota massima sull'occupazione	Prodotto reale	Occupazione
Germania	1988-1994	3,1	9	6,3	8,5	-18	-20
Giappone	1985-1990	7,1	15	9,9	9,6	-21	-2
Spagna	1994-2004	4,9	11	9,7	13,2	-20	-19
Stati Uniti	1983-1986	8,3	9	4,7	5,0	-13	-8
	1992-2000	2,6	3	4,4	5,2		

¹ Definizione di contabilità nazionale (PIL per settore). ² Periodo continuo di crescita media annua del valore aggiunto reale nel settore delle costruzioni pari ad almeno il 3%. ³ Variazione media annua. ⁴ Contributo alla crescita del PIL reale, in percentuale. ⁵ Variazione fra picco e successivo minimo ciclico dell'attività edilizia; media basata su un massimo di tre importanti fasi recessive a partire dal 1970.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali.

Tabella II.6

... specie in Germania e Giappone

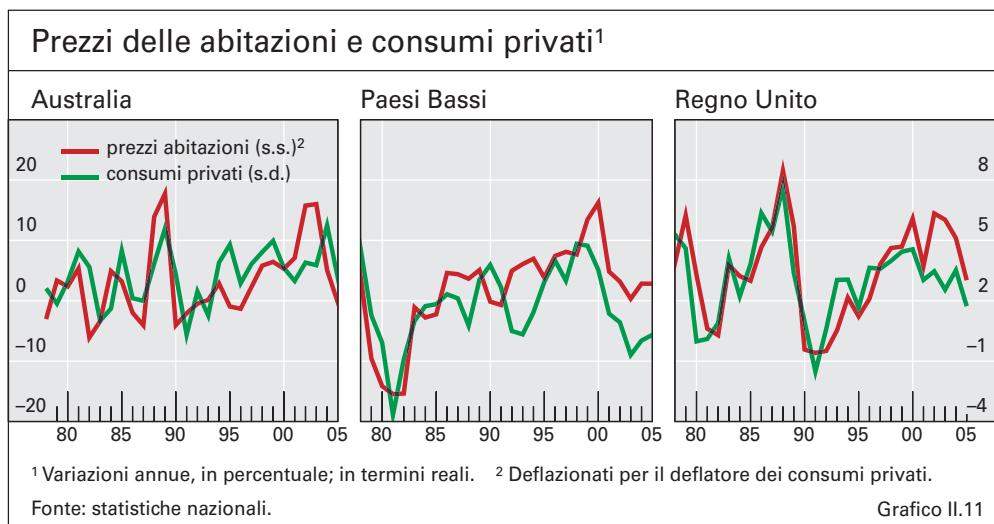
entrambi del 30% tra il 1994 e il 2004. Solo nel corso del 2005 si sono intravisti timidi segnali di rilancio dell'attività edilizia. Analogamente, in Giappone l'industria delle costruzioni non si è ancora ripresa dallo scoppio della bolla immobiliare del 1990. Tra il 1990 e il 2003 il prodotto reale del settore è calato di quasi il 30%, mentre l'occupazione ha potuto crescere leggermente grazie all'impiego di molti lavoratori edili nei progetti di opere pubbliche previsti nel quadro delle politiche fiscali espansive degli anni novanta. Ciò non ha impedito che gli effetti della contrazione sugli aggregati macroeconomici, come i consumi privati, siano stati chiaramente avvertiti a causa del drastico taglio dei salari subito dagli addetti.

Un rallentamento dell'attività nel mercato delle abitazioni potrebbe frenare i consumi ...

Un rallentamento dell'attività nell'edilizia residenziale e una più bassa inflazione dei prezzi delle abitazioni si tradurrebbero in un minor sostegno alla spesa per consumi anche attraverso altri canali. Anzitutto, la ricchezza immobiliare crescerebbe più lentamente (o addirittura diminuirebbe). Di conseguenza, si ridurrebbe la capacità di smobilizzare il patrimonio immobiliare attraverso l'accensione di mutui ipotecari. Australia, Paesi Bassi e Regno Unito hanno sperimentato episodi di più lenta crescita dei prezzi delle abitazioni e in tutti e tre i casi ciò ha coinciso con un sostanziale indebolimento dei consumi reali (grafico II.11).

... anche se gli effetti di una simile decelerazione sono stati finora modesti

Tuttavia, quantomeno in Australia e nel Regno Unito, l'impatto sui consumi esercitato dalla più lenta progressione dei prezzi abitativi è stato minore di quanto previsto da più parti. Effettivamente, in entrambi i paesi le variazioni dei prezzi reali delle case nella prima metà del decennio in corso hanno inciso meno sulle oscillazioni dei consumi reali di quanto sia avvenuto nei precedenti 25 anni. Una spiegazione potrebbe essere che le famiglie hanno in certa misura anticipato una correzione della rapidissima ascesa dei prezzi. Una seconda possibilità è che nel più recente contesto di crescita robusta e bassa disoccupazione le famiglie in Australia e nel Regno Unito abbiano ridimensionato i futuri programmi di spesa in misura minore di quanto abbiano



fatto, ad esempio, le famiglie olandesi durante la recessione economica del 2001-03. Infine, in Australia e nel Regno Unito i prezzi delle abitazioni, pur essendosi stabilizzati, non sono diminuiti significativamente in termini reali.

Il possibile impatto sulla domanda aggregata di un rallentamento dell'attività nel mercato immobiliare resta assai incerto. L'attuale boom nell'edilizia residenziale è inusuale in termini di durata, intensità e comovimento internazionale dei prezzi. Il costo delle abitazioni è fortemente salito non solo in molti paesi avanzati ma anche in numerose economie emergenti, tra cui Cina e Corea. Inoltre, l'attuale fase espansiva ha coinciso con cambiamenti di fondo nelle opportunità di finanziamento in molti paesi. Dal lato dell'offerta, ai proprietari di case è stata proposta una più vasta gamma di contratti ipotecari. Di conseguenza, questa forma di finanziamento è diventata meno onerosa e più agevolmente disponibile, permettendo a ulteriori categorie di famiglie di accedere al mercato immobiliare. In particolare, i mutui di qualità non primaria sono aumentati sensibilmente nei paesi in cui sono consentiti. Tuttavia, malgrado i crescenti livelli di indebitamento, i bassi tassi di interesse hanno finora contenuto l'onere per il servizio del debito (grafico II.10).

Politiche di bilancio

Sebbene nel 2005 i conti pubblici siano risultati generalmente migliori di quanto si prevedesse un anno fa, in molte economie avanzate i disavanzi di bilancio sono rimasti elevati. Di riflesso al favorevole andamento congiunturale, il deficit effettivo si è all'incirca ridotto dell'1% del PIL negli Stati Uniti e in Giappone, e di $\frac{1}{2}$ punto percentuale nell'area dell'euro (tabella II.7). Anche i deficit strutturali, ossia depurati delle componenti cicliche, sono diminuiti, ma in molti paesi permangono a livelli che evidenziano la necessità di ulteriori aggiustamenti sostanziali.

Il miglioramento nella posizione fiscale degli Stati Uniti è dovuto a una forte crescita delle entrate, in particolare del gettito dell'imposta sugli utili societari, e a controlli relativamente stringenti sulle spese non discrezionali. Per il 2006 si prevede un deficit sostanzialmente stazionario, per effetto di una

Resta incerto l'impatto di un rallentamento del mercato immobiliare

I progressi nei saldi di bilancio del 2005 ...

... sono significativi
negli Stati Uniti ...

Conti pubblici: evoluzione recente e proiezioni a medio termine ¹											
	Saldo finanziario			Saldo strutturale ²			Debito pubblico lordo		Variazione nel medio periodo ³		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2005	2006	Anno	Saldo finanziario	Debito pubblico lordo
Stati Uniti	-4,7	-3,8	-3,6	-4,4	-3,7	-3,7	64	64	2009	1,3	0
Area dell'euro	-2,8	-2,4	-2,3	-2,3	-1,6	-1,6	78	78	2008	1,1	3
Germania	-3,7	-3,3	-3,1	-2,7	-2,2	-2,1	70	71	2009	1,8	1
Francia	-3,7	-2,9	-2,9	-2,9	-2,0	-2,1	77	76	2009	2,0	3
Italia	-3,5	-4,3	-4,2	-3,4	-3,7	-3,6	121	122	2009	2,8	7
Spagna	-0,2	1,1	1,1	0,3	1,3	1,3	50	48	2008	-0,4	7
Giappone	-6,3	-5,2	-5,2	-5,6	-4,9	-5,3	172	175	2011	1,6	0
Regno Unito	-3,3	-3,2	-3,4	-3,6	-3,1	-3,1	47	50	2011	1,6	-3
Canada	0,7	1,7	2,2	0,6	1,7	2,1	69	63	2011	-1,1	26
Australia	1,3	1,5	0,9	1,2	1,5	1,0	14	13	2010	0,2	94

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 il risultato del 2005 e quello dell'anno indicato; definizioni nazionali. Le cifre positive indicano rispettivamente un calo del disavanzo/aumento dell'avanzo e una riduzione del debito lordo. ⁴ Debito netto.

Fonti: Commissione europea; FMI; OCSE; statistiche nazionali.

Tabella II.7

più lenta crescita delle entrate, congiunta ai costi della ricostruzione post uragani e al proseguimento delle operazioni militari all'estero.

Nell'area dell'euro una moderata crescita reale dell'economia ha consentito di migliorare leggermente l'incidenza delle entrate, mentre è rimasta fondamentalmente stabile quella della spesa. Nondimeno, in quattro paesi dell'area (tra cui Germania e Italia) i disavanzi continuano a superare il valore di riferimento del 3%, mentre la Francia vi è prossima. I programmi di bilancio per il 2006 sostanzialmente non implicano un inasprimento fiscale a livello di area, in un contesto in cui l'attività economica dovrebbe accelerare approssimandosi al prodotto potenziale.

In Giappone il disavanzo del saldo finanziario è sceso più rapidamente del previsto, da oltre l'8% del PIL nel 2002-03 a poco più del 5% nel 2005. Il miglioramento è derivato da un gettito superiore alle attese delle imposte sugli utili societari e sui redditi, nonché da alcuni tagli di spesa nel bilancio integrativo. Depurato della componente ciclica, il deficit risulta inferiore al 5% del PIL. Ciò nonostante, dopo un decennio di elevati disavanzi il Giappone si trova con un debito pubblico lordo di oltre il 170% del PIL, il livello di gran lunga più alto fra i principali paesi industriali. Su base netta il debito è assai inferiore (85% circa del PIL), ma pur sempre molto più elevato di quello della maggior parte delle economie avanzate.

Per gli anni a venire, in molti casi le prospettive di sostanziali progressi verso il riequilibrio delle finanze pubbliche restano incerte. Negli Stati Uniti le autorità hanno annunciato l'intenzione di ricondurre il disavanzo federale a circa l'1½% del PIL entro il 2009, sebbene debbano essere ancora formalizzate le misure specifiche necessarie al conseguimento di questo obiettivo. Nell'area dell'euro è previsto un processo di risanamento da attuarsi a un ritmo solo moderato. La questione centrale concerne il rigore con cui verrà applicato il

... ma contenuti nell'area dell'euro

Disavanzo ridotto, ma debito ancora elevato in Giappone

Le prospettive di consolidamento fiscale restano incerte

Patto di stabilità e crescita nella sua versione modificata. Le opinioni al riguardo sono contrastanti, ma la maggior parte dei responsabili delle politiche ritiene che le nuove regole abbiano indebolito il meccanismo correttivo del Patto (ossia la procedura di disavanzo eccessivo), consentendo un maggior grado di flessibilità nell'impiego della politica di bilancio. La Germania intende ridurre il deficit al disotto del 3% del PIL entro il 2007, in gran parte attraverso un aumento di tre punti percentuali dell'IVA. In Giappone le autorità hanno deciso di anticipare di un anno, ossia all'esercizio 2011, la data prevista per il conseguimento di un avanzo primario. Anche in questo caso, tuttavia, devono essere ancora elaborati i relativi provvedimenti specifici.

Problemi per la sostenibilità delle finanze pubbliche

La condizione basilare per la sostenibilità – ossia una crescita del debito pubblico in essere non superiore nel lungo periodo a quella del PIL nominale – non è stata più soddisfatta dal 2001 negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, e dalla fine degli anni ottanta in Giappone. Invece, nel periodo più recente di rapida espansione economica nell'area dell'euro i disavanzi di bilancio strutturali sono aumentati (grafico II.12). Negli Stati Uniti essi si sono ridotti nel corso della recente fase di forte crescita (2002-05), ma molto meno che durante la congiuntura ascendente degli anni novanta.

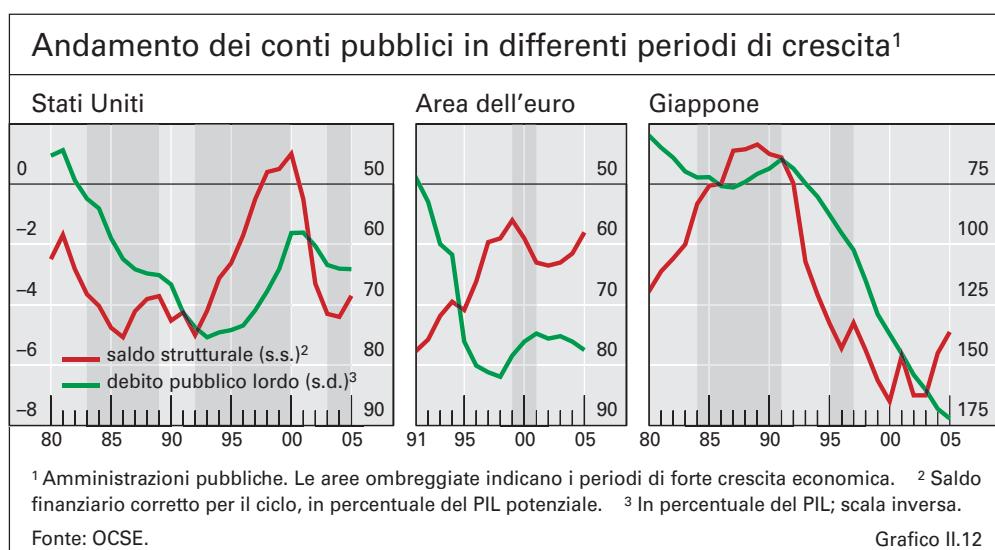
Nei maggiori paesi industriali la persistenza di ampi disavanzi anche in un contesto di crescita sostenuta e di bassi tassi di interesse ha sollevato dubbi circa la sostenibilità della finanza pubblica a lungo termine. Tali preoccupazioni sono accentuate dalle incombenti pressioni sui bilanci dovute all'invecchiamento della popolazione e alla connessa prospettiva di una più lenta crescita potenziale.

Nei prossimi decenni l'invecchiamento della popolazione dovrebbe incidere sempre più sulla sostenibilità fiscale. Secondo le proiezioni, nei paesi riportati nella tabella II.7 la spesa pubblica per le pensioni di vecchiaia aumenterà in media di quasi il 3% del PIL entro il 2050. Tuttavia, gli incrementi previsti variano considerevolmente da paese a paese: rispetto al 2000 l'incidenza delle

La persistenza di ingenti disavanzi di bilancio ...

... accentua i timori per la sostenibilità

Il problema della sostenibilità si fa più impellente con l'aumento della spesa pensionistica ...



pensioni di vecchiaia sul PIL diminuirebbe in Italia e nel Regno Unito, mentre aumenterebbe di 8 punti percentuali in Spagna.

... e sanitaria

La spesa pubblica per l'assistenza sanitaria e le cure di lunga durata è destinata a salire vistosamente. Le proiezioni dell'OCSE indicano che nei maggiori paesi industriali (indicati nella tabella II.7) le uscite a fronte di tali titoli di spesa potrebbero mediamente aumentare, in assenza di interventi correttivi, dal 7% del PIL nel 2005 al 13% nel 2050. Inoltre, a differenza delle pensioni, l'incremento previsto per le spese sanitarie e le cure di lunga durata è relativamente uniforme tra i paesi considerati. Anche in uno scenario che incorpori i presumibili effetti di interventi volti a frenarne la crescita, questi esborsi aumenterebbero pur sempre di 3½ punti percentuali, raggiungendo in media il 10½% del PIL entro il 2050.

Rischi addizionali potrebbero derivare da una crescita più lenta ...

Tutte queste proiezioni ipotizzano un contesto macroeconomico relativamente favorevole. Una crescita del reddito nazionale più lenta del previsto accelererebbe il deterioramento tendenziale delle posizioni fiscali. Per l'area dell'euro e il Giappone è da prevedersi anche una significativa flessione del tasso medio di crescita del prodotto potenziale nel caso in cui gli effetti dell'invecchiamento della popolazione non siano compensati dall'innalzamento dell'età pensionabile e da un più rapido aumento della produttività. Questo sottolinea a sua volta l'esigenza di riforme strutturali. Gli Stati Uniti potrebbero trovarsi in una posizione più favorevole sotto questo aspetto, sia perché il rallentamento della crescita demografica dovrebbe essere meno pronunciato, sia per i maggiori guadagni di produttività costantemente ottenuti nell'arco dell'ultimo decennio.

... e da un rialzo dei tassi di interesse

La gravità del problema del debito pubblico è stata in certa misura dissimulata dal basso livello dei tassi di interesse a lungo termine. Tra il 2000 e il 2005 gli esborsi netti per interessi sulle passività statali sono diminuiti di 0,6 punti percentuali del PIL negli Stati Uniti e di 0,8 punti nell'area dell'euro. In Giappone gli oneri per il servizio del debito sono scesi in misura pari a 0,2 punti percentuali del PIL durante lo stesso periodo, nonostante il massiccio incremento del debito pubblico. Un rialzo dei tassi a lungo termine superiore alle previsioni complicherebbe pertanto le scelte che le autorità fiscali devono compiere per ricondurre la finanza pubblica su un sentiero sostenibile. In questo caso, gli Stati Uniti si trovano in una posizione meno favorevole di altri paesi a causa del basso saggio di risparmio nazionale.

Evoluzione dei conti correnti

Ulteriore ampliamento degli squilibri esterni

Ulteriore forte espansione del disavanzo corrente USA

Gli squilibri mondiali di parte corrente hanno continuato ad ampliarsi lo scorso anno. Il disavanzo esterno degli Stati Uniti ha raggiunto \$800 miliardi nel 2005, pari al 6½% del PIL, con un incremento di quasi \$140 miliardi in un anno (tabella II.8). Sebbene l'area dell'euro abbia registrato un sostanziale equilibrio dei conti con l'estero, gli sbilanci correnti dei singoli paesi membri si sono accresciuti considerevolmente: il saldo attivo della Germania ha superato i \$110 miliardi (4% del PIL) e nello stesso tempo in Spagna il deficit è balzato a

Saldi del conto corrente

In miliardi di dollari USA

	Media 1991-2001	2002	2003	2004	2005	Per memoria: 2005 ¹
Stati Uniti	-178	-475	-520	-668	-805	-6,4
Area dell'euro ²	13	39	32	74	-16	-0,2
Germania	-21	41	46	102	115	4,1
Spagna	-12	-23	-32	-55	-83	-7,4
Giappone	105	112	137	171	168	3,7
Altre economie industriali avanzate	-3	34	55	48	44	0,8
Cina	14	35	46	69	161	7,2
Altri paesi dell'Asia emergente	15	92	120	115	82	2,6
America latina	-49	-16	7	18	30	1,2
Europa centrale e orientale	-13	-24	-37	-59	-65	-5,4
Paesi esportatori di petrolio	5	87	143	239	417	9,6
Arabia Saudita	-6	12	28	52	91	29,5
Norvegia	9	24	29	35	49	16,7
Russia	12	29	35	59	84	11,0
Paesi importatori di petrolio	-101	-239	-210	-304	-515	-1,3
Avanzati	-67	-328	-338	-431	-683	-2,2
Emergenti	-34	89	128	127	168	1,8

¹ In percentuale del PIL. ² Somma dei saldi dei singoli paesi dell'area dell'euro.

Fonti: FMI; statistiche nazionali.

Tabella II.8

quasi \$85 miliardi (7½% del PIL). L'eccedenza del Giappone è rimasta elevata, a circa \$170 miliardi, pari al 3½% del PIL. Anche diversi paesi europei minori, come Norvegia e Svizzera, hanno realizzato cospicui avanzi.

Un fattore fondamentale all'origine dei crescenti squilibri esterni nel 2005 è stato ancora una volta il rincaro dell'energia. La bilancia petrolifera delle economie avanzate importatrici di greggio si è deteriorata nella misura dell'1½% del PIL aggregato. Nel caso degli Stati Uniti le importazioni nette di energia hanno registrato un aumento di \$70 miliardi lo scorso anno, quasi corrispondente alla crescita complessiva delle esportazioni di merci; l'energia concorre ora per un terzo al deficit commerciale USA.

L'accresciuta bolletta energetica amplifica i deficit delle economie avanzate

Il rincaro dell'energia ha anche contribuito a una sostanziale ricomposizione delle eccedenze esterne. Il saldo attivo aggregato dei paesi esportatori di petrolio è salito a circa \$420 miliardi nel 2005 rispetto a meno di \$90 miliardi registrati nel 2002, prima che le quotazioni del greggio cominciassero ad aumentare. L'impatto dei più alti prezzi del petrolio è stato ancora maggiore sulle economie emergenti importatrici, dove l'intensità petrolifera del prodotto è tradizionalmente più elevata. Ad esempio, la bilancia petrolifera della Cina ha subito un deterioramento pari al 4% del PIL tra il 2002 e il 2005. Ciò nonostante, il saldo corrente aggregato delle economie emergenti importatrici di greggio ha continuato a crescere fino a toccare \$170 miliardi nel 2005, a fronte di circa \$90 miliardi nel 2002. Il surplus esterno della Cina è balzato a \$160 miliardi (7% del PIL), sospinto dall'inarrestabile espansione delle

Mutata composizione dei paesi eccedentari

esportazioni e dal netto rallentamento delle importazioni. Anche in America latina il saldo attivo si è complessivamente accresciuto, grazie all'aumento dei prezzi delle materie prime e delle quantità esportate di cui ha fruito un certo numero di paesi (Capitolo III).

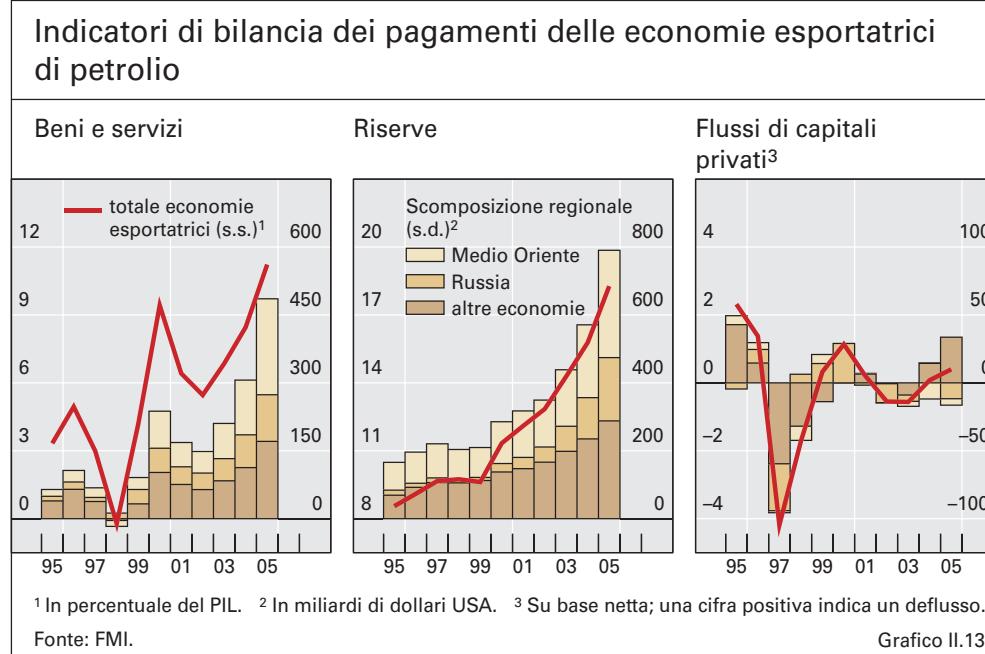
Riequilibrio globale e redistribuzione dei proventi petroliferi

Il contributo delle forze che tradizionalmente favoriscono l'aggiustamento è modesto ...

... e gli alti prezzi del petrolio potrebbero ritardare ancora la correzione esterna

Nel periodo in rassegna le forze che tradizionalmente favoriscono il processo di aggiustamento esterno hanno fornito un contributo modesto o addirittura di segno negativo a un riassetto globale. Nel corso del 2005 il tasso di cambio effettivo del dollaro USA si è apprezzato del 4% in termini reali, mentre lo yen si è deprezzato (Capitolo V). Le valute dei paesi asiatici emergenti hanno guadagnato moderatamente terreno, ma ciò non è bastato a modificare in modo sostanziale i flussi commerciali. L'apprezzamento del cambio in termini effettivi reali è stata una delle cause dei disavanzi esterni persistentemente alti di Australia (6% del PIL) e Nuova Zelanda (9% del PIL). Il differenziale di crescita tra gli Stati Uniti e le altre economie avanzate maggiori, pur essendosi ridotto in corso d'anno, è rimasto significativo e ha sostenuto il dollaro. Infine, il basso livello dei tassi a lungo termine ha continuato a favorire una crescita vigorosa della domanda delle famiglie (compresi gli investimenti residenziali) negli Stati Uniti e in altri paesi.

È inoltre possibile che l'aggiustamento esterno all'attuale shock dei prezzi petroliferi si prolunghi più di quanto sia avvenuto verso la fine degli anni settanta, quando le ampie eccedenze correnti dei paesi esportatori di petrolio subirono un'inversione nel giro di qualche anno. Nel timore di un'accelerazione della dinamica dei prezzi e di crescenti aspettative inflazionistiche, le autorità monetarie operarono una drastica manovra restrittiva che provocò una recessione nei paesi importatori di petrolio e quindi una caduta della domanda di greggio. Nel contesto attuale, tuttavia, un'inflazione nel complesso contenuta



ha fatto sì che la risposta monetaria sia stata molto più blanda. Di conseguenza, la crescita mondiale e la domanda di petrolio sono rimaste sostenute.

Lo scorso anno i paesi esportatori di petrolio sembrano aver speso in importazioni un quantitativo minore dei proventi delle vendite di greggio rispetto sia agli ultimi due anni sia ai precedenti shock petroliferi. Il loro avanzo commerciale è balzato a oltre \$450 miliardi, pari a più della metà degli introiti petroliferi totali (grafico II.13). Le economie emergenti che esportano prevalentemente petrolio, alle quali è riconducibile gran parte dell'aumento, hanno destinato a importazioni addizionali di beni e servizi solo circa la metà dei maggiori proventi petroliferi, mentre nel 2003 e 2004, nonché mediamente in occasione dei precedenti shock, la corrispondente quota era stata approssimativamente dei tre quarti. L'individuazione e lo sfruttamento delle opportunità di investimento interno ai paesi esportatori di greggio possono talvolta richiedere tempi ben superiori a quelli necessari a un trasferimento reale di risorse da effettuarsi principalmente attraverso un aumento della spesa per consumi, come era avvenuto negli anni settanta.

Anche il modo in cui i paesi esportatori di petrolio impiegano i relativi proventi potrebbe influire sull'efficacia del meccanismo di aggiustamento esterno. I paesi europei sono stati probabilmente i maggiori beneficiari della domanda addizionale di importazioni delle economie esportatrici di petrolio dal 2003. Anche la Cina è riuscita a incrementare la propria quota di esportazioni, mentre gli Stati Uniti hanno subito una rilevante decurtazione. Tuttavia, in base alle limitate informazioni disponibili si può ritenere che gran parte delle maggiori eccedenze dei paesi esportatori di petrolio continui a essere investita in titoli statunitensi, pur con una considerevole diversificazione tra categorie di attività. Queste comprendono ora una più ampia quota di obbligazioni societarie e di agenzie federali, nonché di azioni (Capitolo VI). Ciò nonostante, il crescente volume di investimenti dei paesi esportatori potrebbe pur sempre avere contribuito a sostenere il dollaro e a mantenere bassi i rendimenti USA a lungo termine.

Una minore propensione a impiegare i proventi petroliferi per le importazioni ...

... accresce l'importanza degli investimenti

III. Le economie di mercato emergenti

Aspetti salienti

L'espansione in atto dal 2002 nelle economie di mercato emergenti si è ulteriormente consolidata nel periodo in esame. La forte crescita in molti paesi si è accompagnata a un aumento in valore delle esportazioni e ad ampi surplus di parte corrente. Questi sviluppi hanno reso possibile una considerevole riduzione degli oneri del debito estero e un nuovo significativo accumulo di riserve valutarie. Anche i conti pubblici sono migliorati, così come i bilanci delle imprese. In parte di riflesso a questi fattori il clima di fiducia dei consumatori e degli investitori è rimasto esuberante. Contrariamente al passato, la domanda interna ha dato prova di notevole tenuta di fronte al rincaro del petrolio, persino nei paesi importatori di greggio.

Le condizioni esterne sono risultate eccezionalmente favorevoli per le economie emergenti nell'attuale ciclo economico. Ne sono un esempio la vigorosa domanda mondiale, gli ampi miglioramenti nelle ragioni di scambio di molti paesi e l'accesso decisamente più agevole al finanziamento esterno. Una questione importante che si pone è se le autorità dell'area emergente abbiano sfruttato adeguatamente questa favorevole congiuntura per conseguire miglioramenti duraturi delle posizioni di bilancio. Una seconda questione concerne poi gli squilibri che potrebbero comportare rischi per l'inflazione o incrementi insostenibili dei prezzi delle attività. Sebbene sinora in molti paesi l'inflazione sia rimasta sotto controllo, le prospettive appaiono incerte, considerando la volatilità dei prezzi delle materie prime e il livello estremamente basso o negativo dei tassi di interesse reali a breve termine. Nel maggio 2006 un'ondata di turbolenze nei mercati finanziari ha acuito queste incertezze. Per le autorità monetarie di molti paesi la sfida fondamentale è quella di evitare errori che potrebbero pregiudicare la stabilità macroeconomica e finanziaria.

Rassegna degli sviluppi macroeconomici

Lo scorso anno la crescita è stata robusta in tutte le regioni (tabella III.1). In Cina la revisione dei dati sul PIL ha inoltre rivelato che in passato i tassi di espansione erano stati significativamente sottostimati. L'attività economica è accelerata in India; la Corea è riuscita a riemergere dalla *débâcle* delle carte di credito del 2003; gran parte del Sud-Est asiatico ha continuato a svilupparsi a ritmi sostenuti. In America latina, malgrado un lieve rallentamento, l'espansione non è stata intaccata e agli inizi del 2006 la produzione industriale ha segnato un notevole recupero in Brasile e Messico. Argentina, Cile, Colombia

Crescita del prodotto e saldo del conto corrente									
	PIL reale ¹				Saldo del conto corrente ²				
	Media 2002-04	2005	2006		Media 2002-04	2005	2006		
			Primo trimestre	Previsioni per l'anno					
Asia	7,6	8,0	8,7	7,7	158	252	220		
Cina	9,7	9,9	10,3	9,6	50	161	137		
Corea	4,9	4,0	6,2	5,2	15	17	7		
Hong Kong SAR	4,5	7,3	8,2	5,3	14	22	23		
India ³	6,6	8,3	9,3	7,5	2	-16	-19		
Altri paesi ⁴	5,1	5,0	5,6	4,8	76	70	73		
America latina ⁵	2,5	4,3	5,5	4,6	9	39	31		
Argentina	1,9	9,2	9,7	7,7	7	5	4		
Brasile	2,5	2,2	3,4	3,5	3	14	9		
Messico	2,1	3,0	5,5	4,0	-10	-6	-7		
Europa centrale ⁶	3,5	4,0	5,4	4,8	-19	-16	-17		
Russia	6,4	6,4	6,3	6,2	41	84	90		
Turchia	7,5	7,4	2,6	5,3	-8	-23	-28		
Africa ⁷	4,6	5,2	...	5,7	-3	15	24		
Medio Oriente ⁷	5,4	5,9	...	5,7	64	196	241		
Totale ⁸	6,1	6,7	7,6	6,7	242	549	560		
<i>Per memoria: G7</i>	2,1	2,6	2,8	2,8	-376	-614	-710		

Nota: i dati per il 2006 sono basati sulle previsioni prevalenti di maggio, JPMorgan Chase e FMI.

¹ Variazioni annue, in percentuale. I dati regionali rappresentano medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2000. ² In miliardi di dollari USA. I dati regionali rappresentano la somma delle economie indicate. ³ I dati annui si riferiscono agli esercizi finanziari, con inizio in aprile. ⁴ Filippine, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ⁵ Economie indicate, più Cile, Colombia, Perù e Venezuela. ⁶ Polonia, Repubblica ceca e Ungheria. ⁷ Copertura geografica definita dall'FMI.

⁸ Insieme delle economie sopraindicate. Per la crescita trimestrale del PIL, esclusi Africa e Medio Oriente.

Fonti: FMI; © Consensus Economics; JPMorgan Chase; statistiche nazionali.

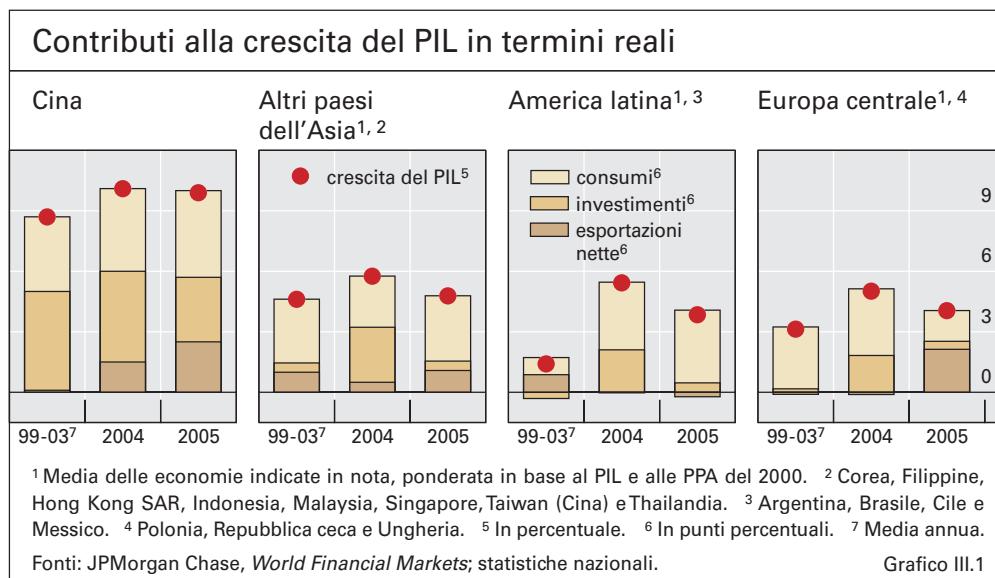
Tabella III.1

e Perù hanno tutti continuato a registrare tassi di crescita superiori a quelli tendenziali. Quanto all'Europa centrale e orientale, anche in quest'area l'espansione ha mantenuto vigore, benché Turchia e Ungheria abbiano dovuto confrontarsi con un aumento della volatilità dei mercati a seguito delle turbolenze finanziarie iniziate in Islanda nei primi mesi del 2006. Sotto l'influsso dei più elevati corsi delle materie prime, in particolare del petrolio, la crescita è stata robusta in buona parte del Medio Oriente e in Africa.

Configurazione della domanda

La domanda estera ha continuato a rappresentare un fattore importante per vari paesi (grafico III.1). In generale, la richiesta di esportazioni dei mercati emergenti è rimasta molto sostenuta, mentre il miglioramento delle ragioni di scambio ha svolto un ruolo speciale nei paesi esportatori di materie prime. In aggiunta, l'andamento delle esportazioni asiatiche è stato favorito in particolare dal superamento della fase di ristagno indotta dal decumulo di scorte nel settore dell'elettronica iniziato nel 2004. Rispetto a precedenti fasi di contrazione, questa volta la riduzione delle scorte in eccesso da parte delle imprese è stata relativamente rapida. Inoltre, la decelerazione della domanda mondiale di prodotti ad alta tecnologia si è rivelata solo temporanea. L'effetto

La domanda estera conserva un ruolo importante ...



congiunto di questi sviluppi ha trovato riscontro nel vigore delle esportazioni e negli ampi avanzi di conto corrente di molti paesi.

Nondimeno, il contributo fornito dalla domanda estera alla crescita è variato da paese a paese. Lo scorso anno è cresciuto in misura particolarmente pronunciata in Cina ed è rimasto considerevole in Corea, a Hong Kong SAR e a Singapore, così come in varie economie dell'Europa centrale, specie la Polonia e la Repubblica ceca, che hanno registrato miglioramenti significativi delle bilance correnti. Per contro, il contributo della domanda estera su base netta è calato in vari paesi importatori di petrolio dell'Asia e in America latina.

... ma anche la spesa delle famiglie è vigorosa ...

In tutte le regioni la crescita è stata sorretta dalla forte spesa delle famiglie. In molti paesi alla robustezza dei consumi privati si è affiancato un aumento della spesa per costruzioni residenziali. Due sono stati i fattori che hanno svolto un ruolo importante in tal senso.

In primo luogo, la spesa delle famiglie e la fiducia dei consumatori sono state incentivate da un incremento dei redditi, dal calo della disoccupazione e dagli elevati prezzi delle attività. In Cina, ad esempio, la spesa del settore è stata favorita da una robusta crescita dei redditi sia urbani sia rurali (pari rispettivamente al 9½ e 6% in termini reali pro capite nel 2005). Un ruolo analogo hanno avuto il miglioramento dei bilanci delle famiglie e il recupero dei redditi nel settore agricolo rispettivamente in Corea e in India. A Hong Kong SAR il rilancio si è accompagnato a un aumento dei prezzi delle attività. In America latina effetti simili di reddito e di ricchezza sono derivati dal considerevole miglioramento delle ragioni di scambio (si veda la sezione seguente). In Argentina e Cile lo scorso anno i consumi privati sono stati alimentati dal deciso incremento dei salari reali, fattore, questo, all'opera anche in varie economie dell'Europa centrale e orientale. Nella Repubblica ceca la domanda di beni di consumo durevoli ha ripreso slancio grazie ai sostenuti redditi delle famiglie, e in Turchia ha continuato ad aumentare in un contesto di inflazione e tassi di interesse decrescenti.

In secondo luogo, la spesa delle famiglie ha tratto ulteriore impulso dalla rapida espansione del credito bancario, come mostra il netto rialzo del rapporto fra credito a questo settore e PIL registrato negli ultimi anni in molti paesi (grafico III.2). Fra i fattori all'origine di tale fenomeno spiccano i bassi costi di finanziamento associati al perdurare di condizioni monetarie accomodate (si veda la sezione sulla politica monetaria), ma figurano anche il calo dell'inflazione, la progressiva deregolamentazione dei mercati del credito, le agevolazioni fiscali per l'acquisto della casa e innovazioni finanziarie di ampio respiro che hanno attratto un crescente numero di famiglie verso i mercati ipotecari.

... grazie all'impulso fornito dal credito bancario

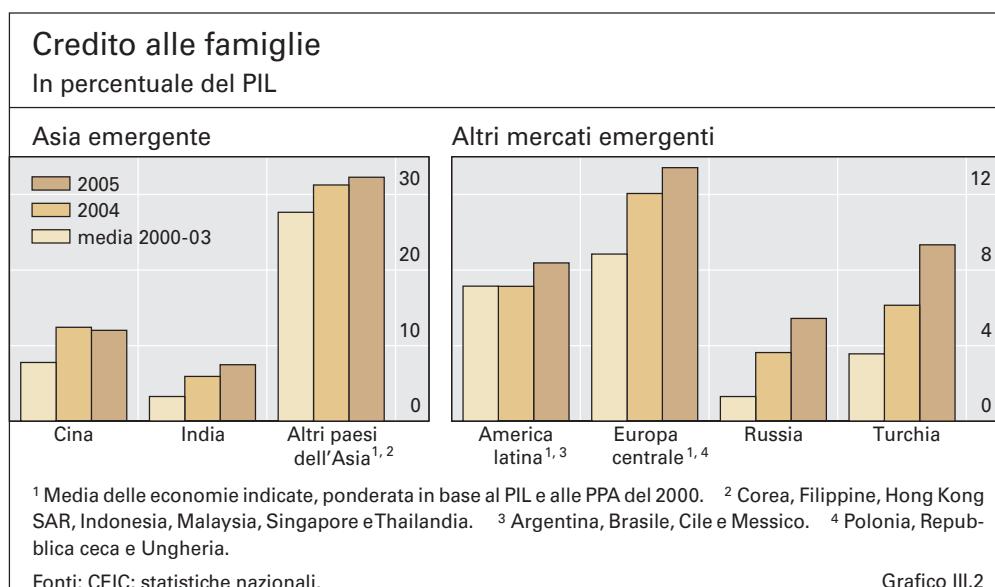
In Brasile i prestiti alle famiglie hanno segnato un'impennata del 37% lo scorso anno, in seguito all'introduzione di uno schema di garanzia basato sulle retribuzioni, che di fatto protegge le banche dal rischio di insolvenza. In Arabia Saudita una popolazione giovane in rapida crescita e la possibilità che ora hanno le banche di rivalersi sugli stipendi per il recupero dei crediti hanno contribuito a un'analogia espansione dei prestiti.

In contrasto con la spesa delle famiglie, gli investimenti non residenziali – specie quelli in conto capitale delle imprese – sono rimasti relativamente deboli (tabella III.2) in gran parte delle regioni. Ciò è particolarmente vero per l'Asia, dove in percentuale del PIL tali investimenti hanno continuato a calare o sono rimasti ben al disotto dei livelli toccati prima delle crisi finanziarie del 1997-98. Un'importante eccezione a questa tendenza è costituita dalla Cina. In India gli elevati profitti e le crescenti quotazioni azionarie si sono accompagnati anche a un rilancio degli investimenti più in generale.

Gli investimenti non residenziali in Asia sono deboli ...

La debolezza che ha caratterizzato gli investimenti non residenziali in diverse parti dell'Asia, nonostante gli elevati profitti e il miglioramento dei bilanci, ha sorpreso molti osservatori. Vari indicatori fanno comunque ritenere che negli ultimi anni si siano progressivamente allentati alcuni dei vincoli che in precedenza gravavano sulla spesa delle imprese. Ad esempio, dopo le crisi del 1997-98 le società hanno abbassato in misura sostanziale gli indici di leva

... malgrado gli elevati profitti



Investimenti fissi									
In percentuale del PIL									
	Investimenti residenziali ¹			Investimenti non residenziali			Investimenti totali		
	1996 ²	2000	2005 ³	1996 ²	2000	2005 ³	1996 ²	2000	2005 ³
Asia									
Cina	2,9	3,3	5,9	29,9	29,5	39,3	32,8	32,9	45,2
Corea	7,0	4,3	5,9	30,5	26,8	23,2	37,5	31,1	29,1
Hong Kong SAR	15,1	11,8	7,6	15,7	14,6	13,2	30,8	26,4	20,8
India ⁴	4,5	6,1	6,9	20,2	16,8	17,8	24,7	22,9	26,0
Altri paesi ^{5, 6}	10,3	6,0	5,1	25,5	17,3	17,4	35,7	23,3	22,6
America latina									
Argentina	5,0	4,7	4,5	13,1	11,5	17,0	18,1	16,2	21,5
Brasile	9,0	8,7	7,0	10,2	10,6	13,0	19,3	19,3	20,0
Cile	9,3	7,1	7,5	17,1	13,7	14,9	26,4	20,7	22,4
Messico	3,8	4,7	4,8	14,1	16,7	14,5	17,8	21,4	19,3
Europa centrale e orientale ^{5, 7}	7,2	6,3	4,4	16,4	17,4	15,9	23,6	23,7	20,4
Sudafrica	1,7	1,4	2,0	14,6	13,7	14,9	16,3	15,1	16,8

¹ Interi settori delle costruzioni ove non sia disponibile una scomposizione. ² Per il Sudafrica, 1998. ³ O ultimo anno disponibile. ⁴ Esercizi finanziari, con inizio in aprile. ⁵ Media delle economie indicate in nota, ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. ⁶ Filippine, Malaysia, Singapore e Thailandia. ⁷ Polonia, Repubblica ceca, Turchia e Ungheria.

Fonti: CEIC; Datastream; Eurostat; statistiche nazionali.

Tabella III.2

finanziaria. In Corea il rapporto di indebitamento è diminuito di circa due terzi, al 111%, fra il 1998 e il 2005. Inoltre, è stata sensibilmente ridotta o eliminata la capacità eccedente ed è migliorato il flusso di credito bancario al settore societario. In Corea, Indonesia e Malaysia, ad esempio, lo scorso anno gli investimenti non residenziali hanno registrato un consistente aumento.

In America latina la situazione appare più eterogenea. Gli investimenti in Brasile sono stati particolarmente variabili: dopo aver toccato un tasso annuo superiore al 10% nel 2004, la loro crescita reale è scesa al 2% nel 2005. In Messico la recente debolezza degli investimenti non residenziali si è accompagnata a una perdita di competitività nel settore delle esportazioni. Ad esempio, la quota del paese sulle importazioni statunitensi si è ridotta di circa 1½ punti percentuali fra il 2001 e il 2005. Per contro, la spesa in conto capitale escluse le abitazioni ha recuperato terreno negli ultimi due anni in Argentina. Nell'Europa centrale e orientale gli indici di investimento sono diminuiti negli ultimi cinque anni, in parte di riflesso alla debolezza degli investimenti non residenziali.

Aumento delle pressioni inflazionistiche

La vigorosa crescita economica e i rincari delle materie prime hanno esercitato pressioni al rialzo sui prezzi in tutte le regioni. Ciò nonostante, lo scorso anno l'inflazione è rimasta sotto controllo nella maggior parte dei paesi (tabella III.3). In Cina la crescita del prodotto è stata particolarmente sostenuta, ma si è accompagnata a misure di inflazione estremamente basse. In Corea e in India l'inflazione generale, che era significativamente aumentata nel 2004, ha segnato

Quadro diversificato degli investimenti in altre regioni

L'inflazione è contenuta, ma aumentano le pressioni

Prezzi al consumo¹

Variazioni annue, in percentuale

	Inflazione generale				Inflazione di fondo ²		
	2004	2005	2006		2004	2005	Aprile 2006 ³
			Aprile ³	Previsioni per l'anno ⁴			
Asia ⁵	4,4	3,4	3,1	3,8	2,1	2,0	1,2
Cina	3,9	1,9	1,2	2,2	-0,6	0,2	-1,0
Corea	3,6	2,8	2,0	2,8	2,4	2,3	2,2
India	6,6	4,8	3,6	4,9	7,0	3,9	2,5
Indonesia	6,1	10,5	15,4	13,5	6,0	7,5	9,4
Thailandia	2,8	4,5	6,0	4,5	0,4	1,6	2,9
Altri paesi ^{5, 6}	2,3	3,4	3,3	3,3	1,6	2,4	2,4
America latina ⁵	6,1	5,7	5,1	5,2	5,8	5,7	5,2
Argentina	6,1	12,3	11,6	12,3	6,4	14,2	11,6
Brasile	7,6	5,7	4,6	4,4	7,9	5,6	5,0
Messico	5,2	3,3	3,2	3,4	3,8	3,1	3,2
Altri paesi ^{5, 7}	4,2	3,7	3,7	3,7	3,8	3,0	3,7
Europa centrale ⁵	4,0	2,3	1,6	1,6	2,9	1,8	1,2
Polonia	3,6	2,1	0,7	1,0	2,1	1,8	0,9
Repubblica ceca	2,8	1,9	2,8	2,7	2,4	1,8	2,3
Ungheria	6,8	3,6	2,7	2,3	5,8	2,1	0,7
Russia	10,9	12,7	9,8	9,9	7,9	6,7	6,0
Sudafrica	1,4	3,4	2,8	4,1	4,7	4,1	2,3
Turchia	8,6	8,2	8,8	7,6	12,3	11,0	11,6

¹ Per l'India, prezzi all'ingrosso. Media del periodo; per l'America latina, dati di fine periodo. ² Inflazione generale esclusi i prodotti alimentari e l'energia, oppure definizione nazionale. ³ O ultimo periodo disponibile. ⁴ Previsioni prevalenti pubblicate in maggio. ⁵ Media delle economie elencate o indicate in nota, ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. ⁶ Filippine, Hong Kong SAR, Malaysia, Singapore e Taiwan (Cina). ⁷ Cile, Colombia e Perù.

Fonti: FMI; OCSE; CEIC; © Consensus Economics; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella III.3

una decelerazione verso la fine dell'anno. In vari paesi dell'Asia l'andamento dell'inflazione è stato influenzato dai tempi di abolizione dei sussidi petroliferi. Per quanto concerne l'America latina, la dinamica è stata descendente in Brasile e Messico per gran parte della seconda metà del 2005. In Cile l'inflazione di fondo è rimasta contenuta, sebbene quella generale sia salita verso la fine dell'anno. Argentina e Venezuela hanno invece continuato a far registrare tassi di inflazione relativamente elevati. In pressoché tutti i paesi dell'Europa centrale i prezzi sono rallentati lo scorso anno, grazie non solo all'apprezzamento del cambio, ma anche all'accresciuta concorrenza nei mercati al dettaglio. L'inflazione è diminuita nuovamente in Turchia, proseguendo una tendenza di lungo periodo.

Prospettive e rischi

Le previsioni per il 2006 sono all'insegna di un'ulteriore crescita sostenuta o addirittura di una sua accelerazione nella maggior parte delle economie emergenti. Nondimeno, la maggioranza dei paesi dovrebbe mantenere una situazione di avanzo corrente e continuare a registrare un'inflazione moderata. Tali previsioni, evidentemente, non sono esenti da rischi.

Probabile forte crescita nel 2006, con rischi di un rallentamento delle esportazioni ...

... di un surriscaldamento dei mercati immobiliari ...

... e forse di una sovraesposizione delle famiglie

Anzitutto la perdurante dipendenza di numerosi paesi da una crescita trainata dalle esportazioni comporta che essi siano esposti al rischio di volatilità sia nelle principali economie industriali, sia in Cina. Inoltre, i paesi che hanno beneficiato di sostanziali finanziamenti dall'estero potrebbero essere soggetti a cambiamenti di preferenze degli investitori. In secondo luogo, vi sono rischi associati alla spesa delle famiglie finanziata con il ricorso all'indebitamento. Un'espansione troppo rapida della domanda di abitazioni potrebbe surriscaldare il mercato immobiliare, particolarmente in Asia. I prezzi degli immobili in questo continente sono andati crescendo negli ultimi due anni, sebbene in diversi casi (come a Hong Kong, a Singapore e in Thailandia) si tratti di recuperi da flessioni precedenti. La Corea ha dovuto far fronte a una situazione difficile sul mercato immobiliare nel 2005, in quanto nella prima metà dell'anno i prezzi delle abitazioni in alcune città avevano subito bruschi rialzi. In risposta, le autorità hanno introdotto un pacchetto di misure di stabilizzazione per raffreddare il mercato (comprendenti un aumento dell'imposizione, restrizioni al finanziamento ipotecario per finalità speculative e allocazioni addizionali di terreni edificabili). In Sudafrica il mercato immobiliare ha registrato una vigorosa espansione, con un aumento del 50% dei prezzi delle abitazioni negli ultimi due anni.

Una terza fonte di vulnerabilità proviene dal fatto che in molti paesi, e in particolare nell'Europa centrale, le banche hanno trasferito una larga parte dei loro rischi alle famiglie, erogando prestiti a tasso variabile o in valuta estera. È difficile stabilire in che misura le famiglie sarebbero in grado di far fronte a shock inattesi che potrebbero velocemente innalzare i loro oneri debitorii. Inoltre, l'esperienza della Corea nel 2003 mostra come una rapida espansione del debito delle famiglie, anche se denominato in moneta locale, possa generare una significativa volatilità dei consumi e influire negativamente sulla crescita futura.

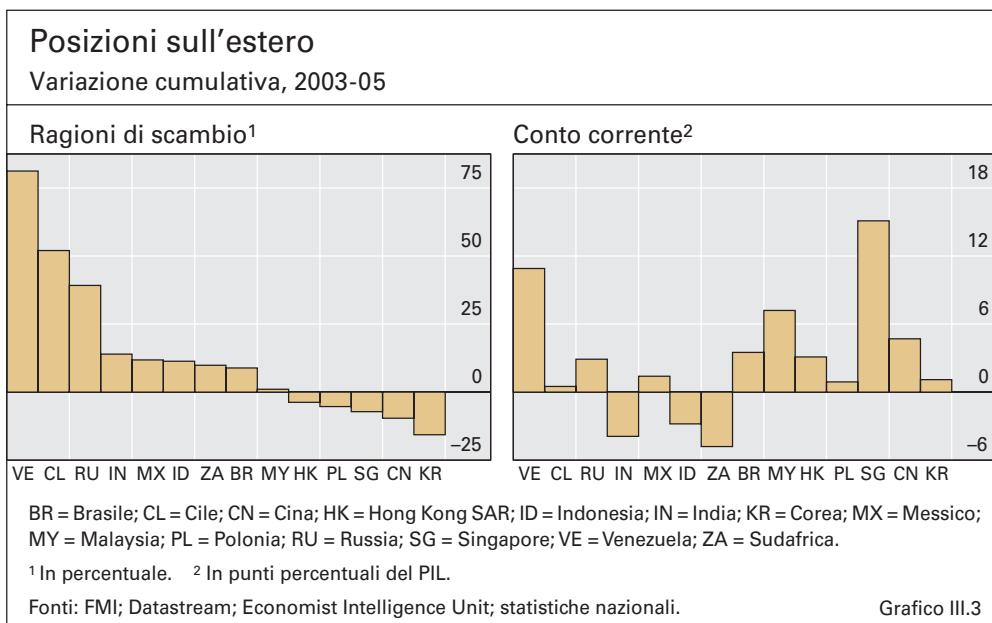
Due importanti sfide esterne

Due importanti fenomeni emersi negli ultimi anni sono gli ampi movimenti nelle ragioni di scambio delle economie emergenti e il protratto vigore della domanda di attività di queste economie. Entrambi hanno notevoli implicazioni, non soltanto per la crescita, ma anche per le politiche fiscale e monetaria.

Movimenti nelle ragioni di scambio

Le forti variazioni delle ragioni di scambio ...

Le oscillazioni intervenute dal 2002 nei prezzi relativi si sono associate ad ampi movimenti nelle ragioni di scambio delle economie emergenti. Ad esempio, fra il 2001 e gli inizi del 2006 i corsi del petrolio espressi in dollari sono pressoché raddoppiati, dopo essere nettamente calati negli anni novanta, e anche i prezzi dei metalli industriali e di alcune materie prime agricole sono rapidamente cresciuti. Nel contempo, i prezzi mondiali dei manufatti sono invece aumentati solo di poco. Di conseguenza, i guadagni registrati dalle ragioni di scambio dei paesi esportatori di materie prime sono fra i più alti degli ultimi anni (grafico III.3, diagramma di sinistra). Per converso, nelle economie con una concentrazione significativa delle esportazioni nei



manufatti e nei servizi, e con un'elevata domanda di importazioni petrolifere, le ragioni di scambio hanno subito peggioramenti sostanziali.

L'impatto di queste variazioni sui paesi esportatori di materie prime è stato differenziato. Il notevole miglioramento delle ragioni di scambio si è accompagnato a crescenti eccedenze di parte corrente in vari paesi dell'America latina (grafico III.3, diagramma di destra). Brasile, Cile, Colombia, Perù e Venezuela hanno tutti beneficiato di ampi rincari delle loro principali esportazioni di prodotti primari. I guadagni derivanti dall'aumento di prezzo dei beni esportati sono stati considerevoli anche in altre regioni, in particolare per le economie esportatrici di petrolio come Russia e Arabia Saudita.

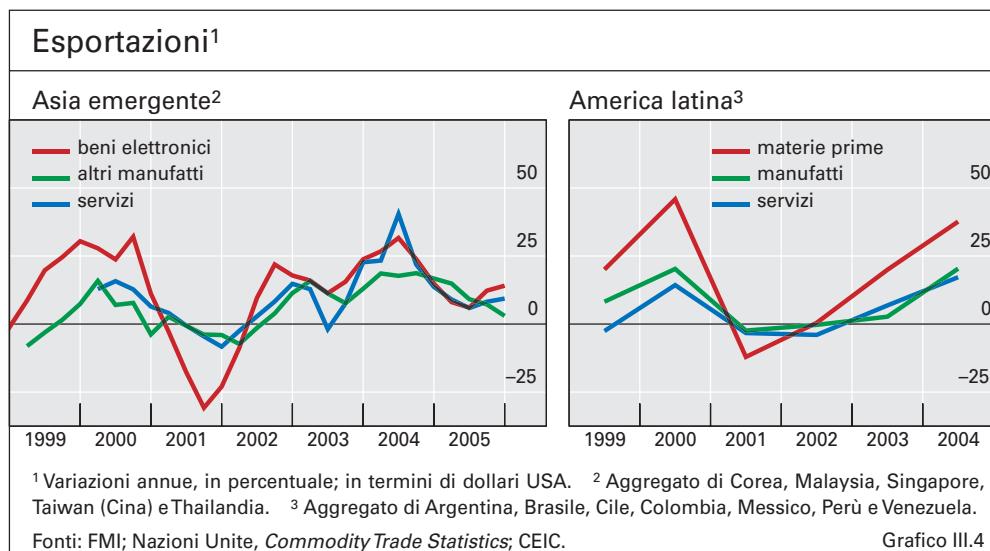
Nello stesso tempo, oltre ai guadagni nelle ragioni di scambio, molti paesi hanno fruito anche di forti incrementi dei volumi delle esportazioni, non solo di materie prime ma anche di una vasta gamma di manufatti e servizi. Ad esempio, il calo del 9% dei prezzi delle esportazioni argentine di materie prime lo scorso anno è stato più che compensato da un aumento del 27% dei volumi esportati. Tuttavia, in altri paesi esportatori di materie prime l'aumento delle importazioni e di altri esborsi ha di gran lunga sopravanzato la crescita delle vendite all'estero, traducendosi in un deterioramento netto del conto corrente. È questo il caso del Sudafrica, dove la bilancia corrente ha registrato un disavanzo record di oltre il 4% del PIL nel 2005.

Vi sono indicazioni secondo cui l'impatto avverso del peggioramento delle ragioni di scambio per i paesi importatori di materie prime sarebbe stato più contenuto del previsto, segnatamente in Asia, dove la dipendenza dal petrolio tende a essere alquanto elevata. Nonostante la pronunciata decelerazione dello scorso anno, la crescita delle esportazioni in gran parte del continente è rimasta sostenuta (grafico III.4), contribuendo a compensare le perdite nelle ragioni di scambio. Di fatto, gli introiti addizionali dei paesi esportatori di petrolio sono stati in parte reincanalati verso la regione asiatica per il tramite del settore commerciale. Le esportazioni dell'Asia (escluso il

... accrescono le eccedenze correnti di taluni paesi ...

... grazie anche al maggiore volume di esportazioni ...

... ma il peggioramento delle ragioni di scambio di altri paesi è limitato



Giappone) verso i paesi esportatori di petrolio sono infatti salite del 27% nella prima metà del 2005. Il risultato netto di questi sviluppi è che molte economie asiatiche hanno continuato a beneficiare di ingenti avanzi di parte corrente.

Una questione da considerare concerne la sostenibilità dei recenti movimenti nelle ragioni di scambio, dati i precedenti storici di elevata volatilità dei prezzi delle materie prime. Da un lato, è possibile che la forte espansione mondiale comporti un'ulteriore crescita della domanda di materie prime. La perdurante esuberanza dell'economia cinese è un elemento che punta in questa direzione. Lo scorso anno la sola Cina ha contribuito per oltre il 57% alla domanda incrementale di alluminio, per il 60% a quella di rame e per più del 30% a quella di greggio. Tale tendenza potrebbe rafforzarsi in futuro a seguito di un consistente aumento della domanda indiana di petrolio e di altre materie prime. Dall'altro lato, l'esperienza passata indica che i corsi delle materie prime non petrolifere sono più volatili e tendono maggiormente a riportarsi sui loro livelli medi rispetto ai prezzi del petrolio. Ciò potrebbe derivare in parte da differenze insite nella struttura del mercato: la natura "cartellizzata" del mercato del greggio facilita infatti il controllo dell'offerta, mentre in altri settori (specie nei mercati delle derrate agricole) le condizioni dell'offerta sono più reattive al livello dei prezzi. Un rincaro in termini reali delle materie prime potrebbe pur sempre frenare la domanda futura, soprattutto se le innovazioni tecnologiche comportassero un impiego più efficiente di tali fattori nel processo produttivo.

Forte domanda di attività dei mercati emergenti

Nel periodo in esame la domanda di attività dei mercati emergenti si è intensificata: i flussi netti di capitali privati hanno raggiunto \$254 miliardi circa nel 2005, in evidente rialzo rispetto al 2004 (tabella III.4), superando di gran lunga i livelli prevalenti nel 1998-2002. Anche nel primo trimestre del 2006 i flussi sarebbero stati rilevanti, benché di recente si sia riscontrata una certa volatilità.

Lo scorso anno i flussi netti di capitali verso l'Europa centrale e l'America latina sono cresciuti in misura significativa, mentre si sono dimezzati quelli

Flussi netti di capitali privati verso le economie di mercato emergenti

In miliardi di dollari USA

	Media annua 1990-97 ¹	Media annua 1998-2002	2003	2004	2005
Economie di mercato emergenti²					
Flussi totali	130	79	160	231	254
Investimenti diretti	74	167	158	184	212
Investimenti di portafoglio	50	-3	-4	35	39
Altri flussi privati	6	-85	7	12	3
<i>Per memoria: saldo conto corrente</i>	-78	70	229	311	511
<i>variazione riserve³</i>	-73	-116	-352	-515	-580
<i>flussi ufficiali</i>	21	8	-62	-82	-139
<i>altri⁴</i>	2	-41	23	56	-46
Asia					
Flussi totali	55	-1	64	120	54
Investimenti diretti	36	58	68	60	72
Investimenti di portafoglio	15	-5	4	4	-31
Altri flussi privati	4	-54	-9	56	13
<i>Per memoria: saldo conto corrente</i>	-10	104	166	184	241
<i>variazione riserve³</i>	-37	-87	-227	-340	-282
<i>flussi ufficiali</i>	6	1	-18	2	5
<i>altri⁴</i>	-13	-17	14	34	-18
America latina					
Flussi totali	48	37	16	6	25
Investimenti diretti	23	62	35	48	51
Investimenti di portafoglio	31	1	-8	-14	28
Altri flussi privati	-6	-26	-11	-28	-54
<i>Per memoria: saldo conto corrente</i>	-37	-53	7	18	30
<i>variazione riserve³</i>	-19	3	-36	-24	-32
<i>flussi ufficiali</i>	3	12	6	-7	-25
<i>altri⁴</i>	5	1	7	8	2
Europa centrale e orientale					
Flussi totali	9	34	52	71	108
Investimenti diretti	7	23	17	34	41
Investimenti di portafoglio	4	2	6	27	29
Altri flussi privati	-2	9	30	10	38
<i>Per memoria: saldo conto corrente</i>	-6	-24	-37	-59	-63
<i>variazione riserve³</i>	-6	-11	-12	-14	-41
<i>flussi ufficiali</i>	0	0	-5	-7	-9
<i>altri⁴</i>	4	1	3	9	4
<i>Per memoria: esportatori carburante</i>					
<i>flussi capitali privati, base netta</i>	0	-9	13	5	5
<i>saldo conto corrente</i>	9	60	109	189	347

¹ 1994-97 per i paesi esportatori di carburante. ² Comprende, fra gli altri, Africa, Comunità di Stati Indipendenti e Medio Oriente. ³ Una cifra negativa indica un aumento. ⁴ Comprende errori e omissioni.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella III.4

Gli afflussi netti di capitali crescono in misura significativa

diretti in Asia. Buona parte delle variazioni regionali nei movimenti di capitali è riconducibile agli investimenti di portafoglio e ad altri flussi privati. In Asia gli investimenti netti di portafoglio hanno subito un'inversione, dando luogo nel 2005 a una fuoriuscita di capitali (che almeno in parte riflette consistenti deflussi lordi), ma sono diminuiti anche altri flussi privati (compresi i prestiti bancari internazionali).

Gli IDE sono ancora preponderanti

Gli investimenti diretti esteri (IDE) netti continuano a rappresentare la componente più importante dei flussi netti di capitali. Nel 2005 hanno raggiunto \$212 miliardi, con un modesto aumento rispetto al 2004, e con una distribuzione regionale simile a quella dell'anno precedente: \$72 miliardi sono andati all'Asia, \$51 miliardi all'America latina, \$41 miliardi all'Europa centrale e orientale e la parte restante si è distribuita equamente fra Africa e Medio Oriente. In alcuni casi gli afflussi lordi hanno superato quelli netti, rispecchiando un aumento di IDE in uscita dalle economie emergenti. Varie società multinazionali con base in queste economie presentano ora posizioni sull'estero ragguardevoli. Ad esempio, nel 2004 lo stock di IDE all'estero superava i \$100 miliardi sia per Singapore (104% del PIL) che per la Russia (18%), ammontava a \$69 miliardi per il Brasile (11,5%) e a \$32-38 miliardi per Cina (2,4%), Sudafrica (18%) e Corea (4,7%).

Rilevanti differenze regionali

Gli afflussi netti differiscono considerevolmente a seconda delle regioni e delle economie. Nell'Europa centrale e orientale, dove l'integrazione economica con il resto del continente ha continuato a progredire, gli afflussi netti hanno superato il 6% del PIL. Per contro, essi sono stati decisamente inferiori in America latina. Solo un gruppo ristretto di paesi – segnatamente Sudafrica, Turchia e Ungheria – presentava disavanzi di parte corrente relativamente ampi, e quindi un corrispondente fabbisogno di finanziamenti. Altri paesi con un deficit corrente sono India, Messico e Polonia.

Maggiore interesse per il debito dei mercati emergenti ...

Nella situazione attuale non è chiaro fino a che punto l'aumento dei flussi di capitali verso le economie emergenti rifletta condizioni distese nei mercati finanziari sviluppati (fattori cosiddetti "push"), dovute all'evoluzione delle politiche o del clima di mercato. I precedenti timori di un possibile disimpegno dalle attività dei mercati emergenti indotto dall'inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti si sono dimostrati infondati, quantomeno prima del maggio 2006, allorché i corsi azionari in molti paesi hanno registrato pronunciate flessioni. In effetti, i differenziali di rendimento sulle emissioni sovrane hanno continuato a ridursi anche quando nel 2004 e nel 2005 i tassi ufficiali statunitensi stavano progressivamente salendo (grafico III.5, diagramma A). Tali differenziali risultano diminuiti per vari mutuatari dell'America latina, e continui miglioramenti si sono parimenti osservati nell'Europa centrale e orientale. Gli spread sovrani dei paesi asiatici colpiti dalle crisi, che all'epoca erano saliti in media a 830 punti base, sono tornati a calare, pur continuando a superare i livelli di metà 1997 (grafico III.5, diagramma B). Nondimeno, resta da vedere quali potrebbero essere gli effetti di un inasprimento monetario contestuale nei principali paesi industriali.

... di riflesso all'abbondante liquidità internazionale ...

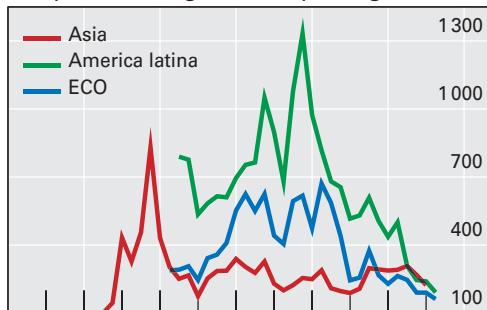
Sempre per quanto riguarda i fattori "push", si possono avanzare varie spiegazioni per il calo dei differenziali sul debito sovrano. Una prima è la crescente diversificazione dei portafogli a favore di titoli dei mercati emergenti.

Domanda di attività dei mercati emergenti

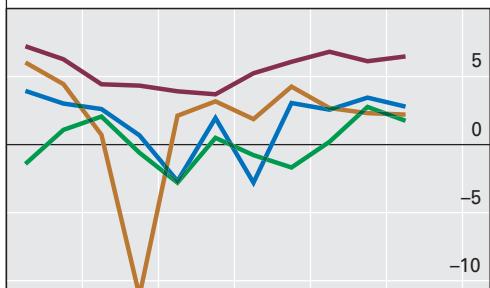
A. Spread obbligazionari¹



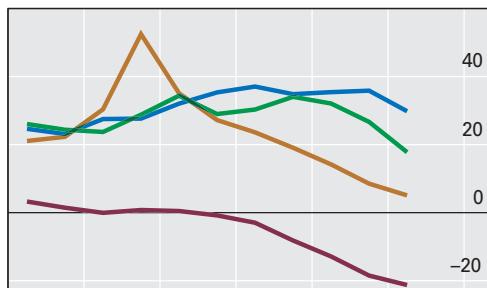
B. Spread obbligazionari, per regione^{1, 4}



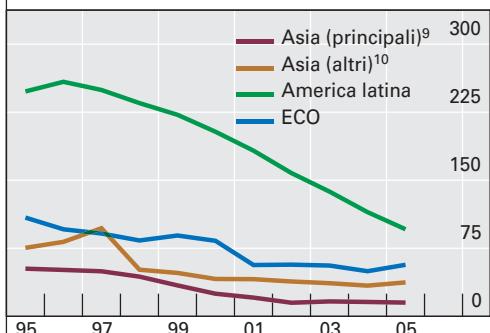
C. Differenziale di crescita del PIL reale^{5, 6}



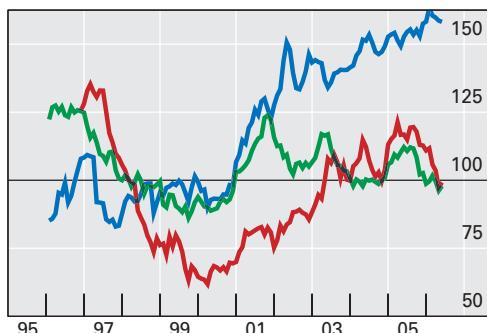
D. Debito estero lordo meno riserve⁷



E. Indice di disallineamento valutario^{6, 8}



F. Prezzi delle azioni bancarie^{6, 11}



Nota: la composizione dei gruppi di paesi dell'Asia e dell'Europa centrale e orientale (ECO) differisce da un diagramma all'altro.

¹ In punti base. ² Indice degli spread rispetto ai titoli del Tesoro USA, elaborato da JPMorgan Chase. ³ Indice dei rendimenti di un paniere di obbligazioni societarie di qualità non bancaria denominate in dollari USA rispetto ai tassi swap decennali. ⁴ Sottoindici EMBI Global. Medie regionali basate sulle ponderazioni dell'indice EMBI Global Composite. ⁵ Crescita regionale meno crescita nelle economie del G7, in punti percentuali. ⁶ Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2000. ⁷ In percentuale del PIL.

⁸ Quota del debito complessivo denominata in valuta estera divisa per il rapporto fra esportazioni e PIL.

⁹ Cina, India e Taiwan (Cina). ¹⁰ Corea, Filippine, Indonesia, Malesia e Thailandia. ¹¹ In rapporto agli indici generali del mercato azionario, in termini di dollari USA; 1996-2005 = 100.

Fonti: FMI; Bloomberg; Deutsche Bank Research; JPMorgan Chase; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico III.5

Una seconda è la situazione di abbondante liquidità nei mercati obbligazionari sviluppati, che ha mantenuto bassi i rendimenti dei titoli statunitensi a lungo termine nel 2005, incoraggiando una "caccia" a impegni più remunerativi. Sebbene questo effetto si sia attenuato nel 2006 con l'aumento dei tassi USA a lungo termine, è interessante notare come verso la fine del periodo in esame lo spread sulle obbligazioni statunitensi ad alto rendimento si sia stabilizzato, mentre quello applicato ai titoli dei mercati emergenti abbia

continuato a restringersi (grafico III.5, diagramma A). Tale andamento non può allora attribuirsi unicamente alle condizioni finanziarie globali, ma deve altresì riflettere una più favorevole valutazione da parte degli investitori dei rischi sottostanti l'investimento in titoli di debito dei mercati emergenti (per altre prospettive, si veda il Capitolo VI).

... alle maggiorate
grandezze
economiche
fondamentali ...

Passando a considerare i fattori "pull" all'origine degli afflussi di capitali, in questo decennio le grandezze economiche fondamentali sono maggiorate sotto quattro importanti aspetti. Anzitutto è da rilevare che le riforme economiche e la più profonda integrazione con l'economia mondiale hanno innalzato i tassi di crescita in gran parte dei paesi emergenti rispetto a quelli delle principali economie sviluppate (grafico III.5, diagramma C). Gli effetti dell'adesione all'Unione europea dei paesi dell'Europa centrale e orientale, il maggiore orientamento al commercio dell'America latina e la crescente integrazione della Cina e dell'India nell'economia mondiale hanno stimolato a un tempo la crescita nei paesi interessati e la domanda di beni prodotti da altre economie emergenti.

... al minore
indebitamento
esterno ...

Il secondo sviluppo positivo è frutto degli avanzi di parte corrente, che hanno consentito a vari paesi di ridurre l'indebitamento netto estero. Le riserve valutarie si sono accresciute e sono state rimborsate passività estere con riferimento, in particolare, al debito ufficiale o ristrutturato. In alcuni casi il debito estero è stato ridotto ricorrendo alle riserve valutarie. Ad esempio, lo scorso anno la Russia ha estinto il suo debito nei confronti dell'FMI e rimborsato \$15 miliardi al Club di Parigi dei paesi creditori. Nel dicembre 2005 il Brasile ha rimborsato all'FMI e al Club di Parigi rispettivamente \$15,5 e 2,6 miliardi, e nell'aprile di quest'anno ha riscattato l'insieme delle obbligazioni Brady emesse (pur finanziando parte dell'operazione con il collocamento di nuove passività sull'estero). Anche l'Argentina ha ripagato il debito in essere verso le istituzioni finanziarie internazionali (grafico III.5, diagramma D). Nell'aprile 2006 la Nigeria è divenuta il primo paese africano ad aver estinto il debito contratto nei confronti del Club di Parigi, per un totale di \$30 miliardi, grazie al rimborso di \$12,4 miliardi e alla cancellazione della parte restante. Un'importante contropartita interna dei crescenti avanzi di conto corrente e del rimborso del debito estero è stato il significativo aumento dei tassi di risparmio nazionali. Rilevante è l'esempio dell'America latina, dove il tasso di risparmio è complessivamente salito al 22% del PIL nel 2005, rispetto al 17% circa dei primi anni duemila.

... alle più solide
posizioni di
bilancio ...

Il terzo miglioramento è stata la riduzione dei disallineamenti valutari (grafico III.5, diagramma E). La denominazione dei prestiti bancari internazionali si è progressivamente spostata verso le monete locali. Governi e altri mutuatari nei mercati dei capitali hanno ridotto il ricorso al debito in valuta estera, incrementando le emissioni interne. In base alle statistiche BRI, fra il 2000 e il 2005 l'ammontare totale in essere di obbligazioni e *note* interne emesse da prepositori dell'America latina è salito da \$228 a 379 miliardi, mentre quello dei titoli internazionali si è ridotto di \$17 miliardi. L'incidenza delle emissioni indicizzate al tasso di cambio nei mercati interni del debito è diminuita in vari casi degni di nota. Ad esempio, in Brasile la quota dei titoli indicizzati in rapporto al debito pubblico totale è scesa dal 37% nel 2002 al 2,3%

nel primo trimestre 2006. I mercati obbligazionari nazionali hanno inoltre acquisito maggior spessore, grazie a un marcato aumento delle negoziazioni internazionali di titoli interni. Significativo è inoltre il graduale allungamento della struttura per scadenze che sembra aver interessato il debito pubblico interno di alcuni paesi. L'accresciuto spessore dei mercati del debito in moneta locale offre agli investitori internazionali nuove soluzioni per migliorare in misura consistente la redditività. Dal momento che i rendimenti delle obbligazioni interne delle economie emergenti paiono più orientati a fattori nazionali e presentano correlazioni relativamente basse con i rendimenti nei mercati sviluppati o in altri mercati emergenti, tali titoli offrono anche una valida opportunità di diversificazione.

Il quarto cambiamento intervenuto concerne le posizioni di bilancio sia del settore societario non finanziario sia delle banche, che negli anni recenti si sono rafforzate. Gli indici di leva delle imprese sono calati e si è assistito a un miglioramento consistente e diffuso dei sistemi bancari. I saggi di redditività dell'attivo delle banche sono aumentati e vari indicatori fanno ritenere che la qualità dei bilanci bancari sia migliorata. Volendo citarne uno semplice, il rapporto fra gli indici delle azioni bancarie e quelli generali del mercato azionario – nettamente calato durante le crisi degli ultimi anni novanta – è tornato a salire (grafico III.5, diagramma F).

In sintesi, le eccedenze dei conti correnti e il minore indebitamento netto con l'estero, insieme ai considerevoli progressi in termini di crescita economica, posizioni di bilancio e sistemi bancari nazionali, hanno favorito un'energica ripresa della domanda estera di attività dei mercati emergenti. Nello stesso tempo, va riconosciuto che la situazione venutasi a creare presenta alcuni rischi. Se è vero che lo sviluppo dei mercati obbligazionari interni può imporre una certa disciplina alle autorità fiscali, segnalando le preoccupazioni del mercato per eventuali politiche inappropriate, in alcuni casi esso potrebbe accrescere la tentazione di ricorrere al finanziamento inflazionistico. Inoltre, le mutevoli esposizioni degli investitori residenti potrebbero influire sulla stabilità finanziaria. Da un lato, l'accresciuta presenza degli investitori istituzionali locali è benefica per lo sviluppo del mercato e la diversificazione dei rischi. Dall'altro, è stato riscontrato che in alcuni paesi le disponibilità di titoli pubblici interni sono concentrate nei portafogli delle banche, il che le espone a significativi rischi di tasso di interesse.

... e al
rafforzamento dei
sistemi bancari

Ma permangono
rischi

Politiche di bilancio

Considerati i guadagni nelle ragioni di scambio e l'ampia disponibilità di finanziamento per le economie emergenti, nonché la robusta performance dell'economia mondiale, è lecito chiedersi se questi paesi abbiano adeguatamente sfruttato le favorevoli condizioni per migliorare le proprie posizioni di bilancio, e in particolare per ridurre il debito pubblico. Tale riduzione dovrebbe costituire una priorità per le economie emergenti, dal momento che molte di esse appaiono "intolleranti al debito", cioè non possono sostenere, senza esporsi al rischio di tensioni finanziarie, i livelli di debito agevolmente sopportati dai paesi sviluppati.

Entità del risanamento necessario

Miglioramento dei saldi finanziari ...

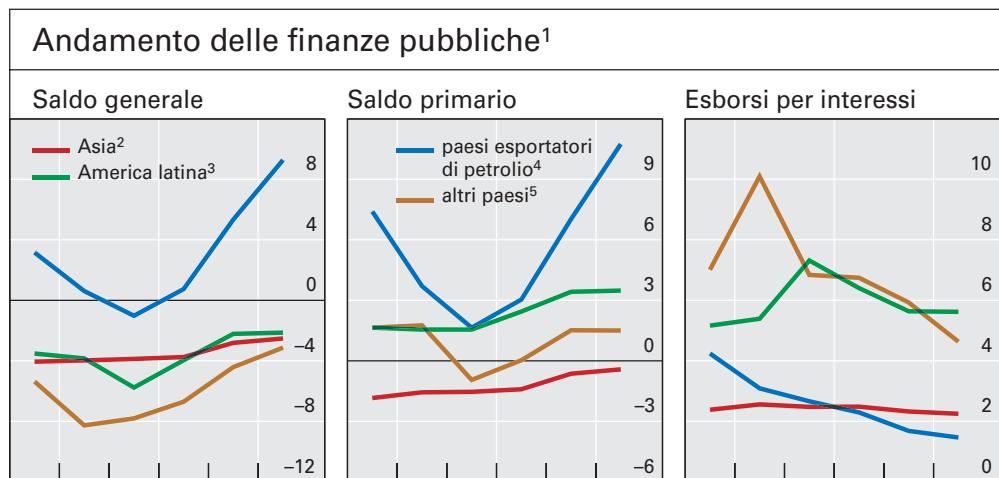
... calo degli esborsi per interessi ...

... e aumento dei saldi primari

Negli anni recenti l'evoluzione delle posizioni di bilancio è stata positiva: il miglioramento del saldo generale mediano nel campione di paesi qui considerato (grafico III.6) è stato pari a 2,3 punti percentuali del PIL fra il 2002 e il 2005. Nell'ultimo biennio le variazioni sono state particolarmente cospicue nel caso dei paesi esportatori di petrolio, e relativamente più limitate in Asia. All'interno del campione, si sono di norma mantenuti in surplus i paesi che già presentavano indici di indebitamento bassi (quali Cile, Corea e Thailandia), e in particolare gli esportatori di petrolio (come Arabia Saudita, Russia e Venezuela). Nondimeno, la maggior parte delle economie emergenti continua a registrare disavanzi di bilancio significativi (1,6% di media nel 2005).

I pagamenti per interessi sono mediamente diminuiti, in alcune regioni in misura considerevole. I tassi di interesse sono calati in modo particolarmente pronunciato in Argentina e Turchia. In generale, i paesi hanno colto l'occasione fornita dal più agevole finanziamento per emettere nuove passività a condizioni più vantaggiose. In alcuni casi, questo processo ha facilitato il rimborso anticipato o il riscatto del più oneroso debito pubblico in essere. In altri, è stato possibile prefinanziare il fabbisogno ai tassi inferiori prevalsi negli ultimi trimestri. Si stima che a fine gennaio 2006 i mutuatari dei mercati emergenti avessero già soddisfatto quasi la metà del loro fabbisogno di finanziamento per l'intero anno.

L'andamento tendenziale del saldo primario (al netto degli esborsi per interessi) è forse un indicatore più adatto a valutare la sostenibilità nel tempo degli sviluppi recenti nei conti pubblici (grafico III.6, diagramma centrale). Tale saldo è cresciuto fortemente fra i paesi esportatori di petrolio, ma si è mosso al rialzo anche in altre aree. A titolo di esempio, nel 2004-05 esso si collocava in media intorno al 16 e 8% del PIL rispettivamente in Arabia Saudita e in Russia, e risultava elevato (dal 2 al 7% circa del PIL) anche in



¹ In percentuale del PIL. Media delle economie indicate in nota, ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. ² Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia.

³ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù. ⁴ Arabia Saudita, Russia e Venezuela. ⁵ Polonia, Repubblica ceca, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonti: FMI; OCSE; Moody's.

Grafico III.6

Argentina, Brasile, Cile e Turchia. Per contro, in India è ancora osservabile un disavanzo primario, che pure è andato calando nel tempo.

Questioni relative agli aggiustamenti dal lato delle entrate e della spesa

Alcuni dei recenti miglioramenti dei saldi primari rispecchiano fattori temporanei o ciclici, e ciò desta preoccupazione poiché le posizioni di bilancio potrebbero subire un netto capovolgimento al venir meno delle condizioni economiche e finanziarie eccezionalmente favorevoli presenti a livello mondiale. Sebbene non siano disponibili su vasta scala stime affidabili e tra loro comparabili dei saldi strutturali delle economie emergenti, è possibile farsi in qualche modo un'idea della sostenibilità nel tempo degli aggiustamenti di bilancio attuati in alcune economie pesantemente indebite analizzando la misura in cui vengono presi provvedimenti per ridurre le uscite e accrescere le entrate in via permanente. Tali provvedimenti dovrebbero idealmente essere strutturati in modo da minimizzare le distorsioni in grado di ridurre il benessere economico e il potenziale di crescita.

Per molte economie emergenti risulta assai arduo ridurre la spesa. Vi è innanzitutto il problema degli esborsi fissi a valere sulle risorse di bilancio, come gli interessi sul debito, gli elevati oneri per stipendi e pensioni della pubblica amministrazione e le generose provvidenze sociali. Questo problema concerne, fra gli altri, il Brasile e la Turchia. In paesi come la Cina e l'India, nonché nei paesi esportatori di petrolio, gli incrementi di reddito derivanti dalla rapida crescita economica o dagli introiti straordinari ottenuti dai rincari del greggio hanno generato pressioni a favore di aumenti delle retribuzioni o della spesa sociale. Oltre a ostacolare una riduzione delle uscite, siffatti aumenti restringono il margine di spesa disponibile per interventi necessari a migliorare la qualità della pubblica amministrazione o a promuovere settori prioritari come la salute, l'istruzione, le infrastrutture. Come si può rilevare dal grafico III.7, di recente nelle economie emergenti la spesa ha avuto la tendenza ad aumentare.

L'impatto degli aumenti di spesa sul bilancio pubblico è stato in parte attenuato negli ultimi tempi dalla crescente incidenza delle entrate sul PIL, osservabile in tutte le regioni, e naturalmente soprattutto fra i paesi esportatori di petrolio (grafico III.7, diagramma di sinistra). Nell'attuale decennio l'incidenza mediana è salita di circa 2 punti percentuali, raggiungendo il 27,1% del PIL nel 2005 (rispetto al 38% per un insieme di paesi sviluppati). In molti casi al maggior gettito fiscale non ha fatto riscontro un incremento della spesa primaria.

Un motivo di preoccupazione risiede nel fatto che, nonostante i recenti aumenti, l'incidenza delle entrate pubbliche è ancora relativamente bassa in varie economie emergenti. Ad esempio, essa è pari al 18-20% circa del PIL nelle Filippine e in India, un livello considerevolmente inferiore alla media del 29% degli Stati Uniti, dove l'imposizione fiscale è bassa rispetto a quella di altri paesi sviluppati.

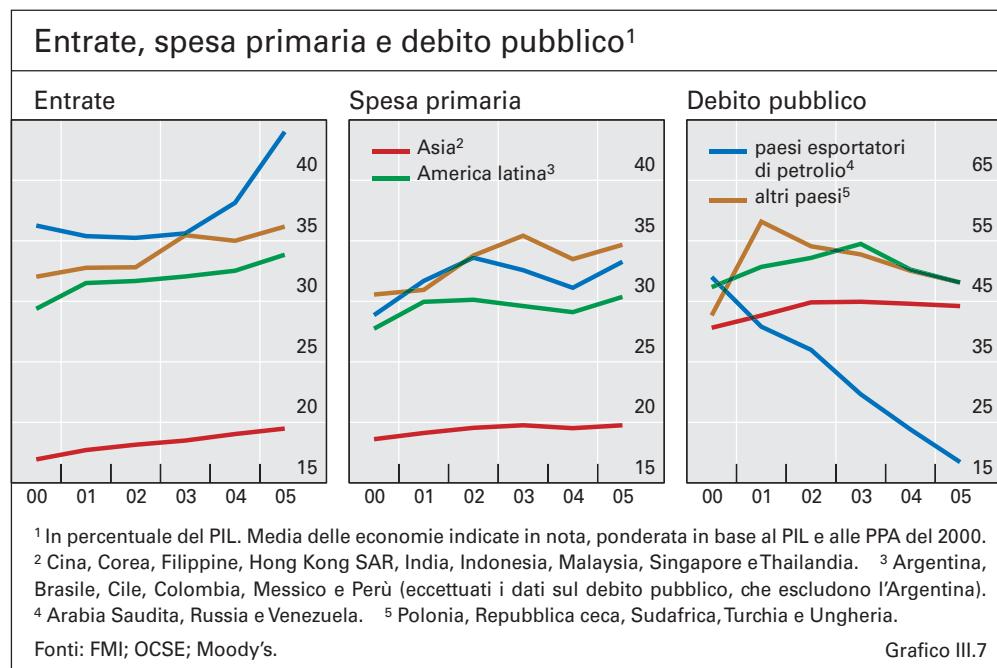
Preoccupa inoltre la possibilità che, in assenza di riforme strutturali in grado di migliorare durevolmente i conti pubblici, gli aumenti conseguiti dal lato delle entrate siano vanificati da un rallentamento congiunturale. A

Difficile ridurre la spesa

La maggiore incidenza delle entrate è stata di aiuto ...

... ma in alcuni casi resta esigua ...

... e si rendono necessarie riforme strutturali



questo riguardo, i progressi compiuti sono stati diversi da paese a paese. Nelle Filippine, ad esempio, il recente allargamento della copertura dell'imposta sul valore aggiunto dovrebbe dare forte impulso alle entrate. Nondimeno, per garantire che gli effetti positivi si mantengano nel tempo sarà probabilmente necessario limitare una successiva dilatazione della spesa. In India la legge di responsabilità fiscale e di gestione del bilancio in vigore dal 2003 prevede il pareggio del bilancio corrente (al netto degli investimenti) entro il 2008. Alcuni progressi sono stati compiuti nell'ampliamento della base imponibile per l'imposta sui servizi. In Turchia è riconosciuta l'esigenza di estendere la base imponibile al vasto settore non ufficiale dell'economia e di ampliare la copertura delle imposte sul reddito delle persone fisiche e giuridiche. Queste misure, tuttavia, richiederanno tempo. Alcuni paesi sono riusciti a portare l'incidenza delle entrate sul PIL a livelli relativamente elevati, ma spesso mediante il ricorso a imposte fortemente distorsive, come quelle sulle transazioni finanziarie. Uno studio recente sull'impiego di imposte di questo tipo in Brasile mostra che il passaggio a un sistema meno distorsivo potrebbe potenziare la crescita economica senza ridurre le entrate.

Questioni collegate ai rincari delle materie prime

A partire dal 2003 i cospicui rincari delle materie prime comportano due importanti sfide per i responsabili delle politiche di bilancio. In primo luogo, vari paesi importatori di petrolio, specie in Asia, hanno dovuto decidere se mantenere o meno i sussidi destinati a ridurre i costi dell'energia. I crescenti prezzi del greggio hanno aggravato l'onere di tali sovvenzioni, accentuando le distorsioni che derivano dal proteggere i consumatori (e talvolta le imprese) dalle variazioni di prezzo. In alcuni casi i costi dei sussidi sono stati trasferiti in buona parte alle società petrolifere pubbliche, cui non è consentito aumentare i prezzi al dettaglio. Il livello artificialmente basso dei prezzi ha avuto una serie di ripercussioni, provocando situazioni di scarsità, spingendo le imprese

petrolifere nazionali a vendere all'estero e incoraggiando il contrabbando. Le autorità hanno reagito rimuovendo tali sovvenzioni. Ad esempio, la Thailandia ha eliminato quelle sul carburante nel 2005, mentre l'India e l'Indonesia le hanno ridotte in misura significativa, causando un'impennata dei prezzi della benzina. Come si vedrà di seguito, i crescenti costi delle agevolazioni fiscali e i tentativi di contenerli hanno complicato la conduzione della politica monetaria provocando una marcata ascesa dell'inflazione generale.

In secondo luogo, i paesi produttori dovrebbero reagire con prudenza all'impatto esercitato sui conti pubblici dagli introiti straordinari, e non duraturi nel tempo, ottenuti dai rincari delle materie prime. Dato che l'elevato livello dei prezzi potrebbe essere transitorio, sono necessarie misure per limitare gli incrementi di spesa poiché è più probabile che questi siano di natura permanente. Così facendo è inoltre possibile moderare l'indesiderata prociclicità della spesa pubblica. Per giunta, nel caso del petrolio e di altre materie prime non rinnovabili, il disavanzo primario al netto di tali merci dovrebbe essere fissato in modo da poter investire in attività finanziarie parte dei proventi delle esportazioni di quei prodotti. I rendimenti fruttati da queste attività potrebbero finanziare la spesa una volta esaurite le materie prime. In diversi paesi, fra cui il Cile e la Russia, esistono fondi di stabilizzazione nei quali confluiscono gli extraproventi delle materie prime. Nel 2005 anche il Messico ha introdotto norme che prevedono l'utilizzo degli introiti addizionali del petrolio per finanziare la spesa in investimenti delle società di proprietà statale, in particolare la compagnia petrolifera Pemex, e per ampliare considerevolmente la dotazione di un fondo di stabilizzazione del petrolio. Tuttavia la creazione e la gestione di fondi di questo genere sono risultate problematiche in vari paesi. Ad esempio, in Venezuela il fondo di stabilizzazione macroeconomica è stato notevolmente depauperato in seguito a un importante sciopero delle raffinerie nel 2002. Di recente gli introiti addizionali del petrolio sono stati in parte utilizzati per accumulare riserve e ridurre il debito, ma il fondo non è stato reintegrato; anzi, una quota significativa di risorse è stata destinata al finanziamento della spesa corrente.

L'esperienza recente della Russia, che ha migliorato enormemente la posizione netta attiva dei suoi conti pubblici, ben illustra le questioni di bilancio sollevate da tali proventi straordinari. Il debito pubblico lordo del paese si è drasticamente ridotto, dal 96% del PIL nel 1999 al 14% (secondo le proiezioni) nel 2005. In parte il calo è dovuto al rimborso anticipato di passività, segnatamente nei confronti dell'FMI e del Club di Parigi lo scorso anno. Inoltre, il fondo di stabilizzazione del petrolio, istituito nel 2004, aveva accumulato \$43 miliardi a fine 2005. Anche l'avanzo primario è salito, dal 2,7% del PIL nel 2002 a quasi l'8,7% nel 2005. Se da un lato queste ampie eccedenze hanno attenuato le pressioni sulla domanda aggregata derivanti dagli introiti di natura straordinaria, dall'altro la politica di bilancio è stata alquanto allentata di recente. Le proposte che prevedono di destinare alla spesa una quota maggiore dei proventi petroliferi addizionali, ad esempio per aumentare gli stipendi e le pensioni del settore pubblico ovvero per accrescere gli investimenti in infrastrutture, suscitano preoccupazione poiché potrebbero accentuare le pressioni inflazionistiche. Gli elevati corsi petroliferi potrebbero

Vanno salvaguardati gli introiti addizionali

La Russia riduce il debito pubblico

altresì indebolire gli stimoli ad attuare riforme a livello microeconomico, tra cui un miglioramento dell'amministrazione tributaria.

Riduzione e sostenibilità del debito pubblico

Nelle economie emergenti la dimensione relativa del debito pubblico è in genere diminuita negli ultimi anni (grafico III.7, diagramma di destra). La flessione è stata particolarmente pronunciata in Indonesia, Russia, Turchia e Brasile, così come in Argentina dopo l'operazione di concambio del debito nel 2005. Per contro, in Asia l'incidenza del debito pubblico è rimasta invariata o sostanzialmente stabile.

Ciò nonostante, il rapporto debito pubblico/PIL nelle economie emergenti presenta tuttora un valore mediano intorno al 46%, sufficiente a suscitare timori circa la sua sostenibilità. Tale rapporto è notevolmente superiore alla mediana in India, Argentina, Filippine, Brasile e Turchia, ma risulta inferiore in varie economie asiatiche (come Corea e Thailandia), nei paesi esportatori di petrolio e in Cile. I coefficienti di debito segnalati sono relativamente bassi in Cina, dove il riequilibrio delle finanze pubbliche costituisce tuttavia una priorità. Inoltre, il sistema finanziario presenta obbligazioni eventuali potenzialmente molto elevate, e gli obiettivi sociali e di sviluppo concordati si riveleranno onerosi.

Gli esempi della Turchia e del Brasile illustrano alcune delle sfide poste dall'elevata incidenza del debito pubblico. In entrambi i paesi la crescita economica e le scelte di politica fiscale hanno concorso ad ampi avanzi primari (pari rispettivamente al 7 e 5% circa del PIL nel 2005), mentre il calo dei tassi di interesse e l'apprezzamento del cambio hanno permesso di ridurre notevolmente in questo decennio sia gli esborsi per il servizio del debito sia la dimensione relativa di quest'ultimo. Il rapporto debito pubblico/PIL è sceso in Turchia dal recente massimo del 107 al 73% nel 2005, e in Brasile dal 65 al 52%. Le proiezioni indicano che con l'attuale orientamento della politica fiscale l'incidenza del debito potrebbe diminuire ulteriormente in entrambi i paesi, a condizione che non intervengano bruschi rallentamenti della crescita o rialzi dei tassi di interesse. Tuttavia, in base a ipotesi diverse, ad esempio assumendo una crescita economica e un livello dei tassi di interesse in linea con la loro media storica, le dinamiche del debito risulterebbero meno favorevoli. Le posizioni debitorie pubbliche di Turchia e Brasile sono sensibili agli shock di tasso di interesse, perché in entrambi i paesi la quota di passività a breve o indicizzate ai tassi di interesse è ancora elevata. Pertanto, il grado di resilienza economica di questi due paesi potrebbe essere aumentato perseverando nelle politiche che hanno già contribuito a ridurre il debito e a rafforzare la credibilità.

Anche in India il conseguimento della sostenibilità a lungo termine del debito pubblico rappresenta una sfida impegnativa, sebbene i rischi siano attenuati dal fatto che il governo non si indebita in valuta estera e le banche tengono immobilizzata un'ampia quota del debito pubblico nei loro portafogli. Benché il disavanzo generale delle amministrazioni pubbliche sia sensibilmente diminuito negli ultimi anni, la sua dimensione relativa (7,7% del PIL previsto per il 2005/06 rispetto al 10% del 2002/03) resta troppo elevata.

L'incidenza del debito pubblico sul PIL diminuisce, ma resta alta ...

... e pone sfide particolari

Diminuzione del deficit in India

Politiche monetarie e del cambio

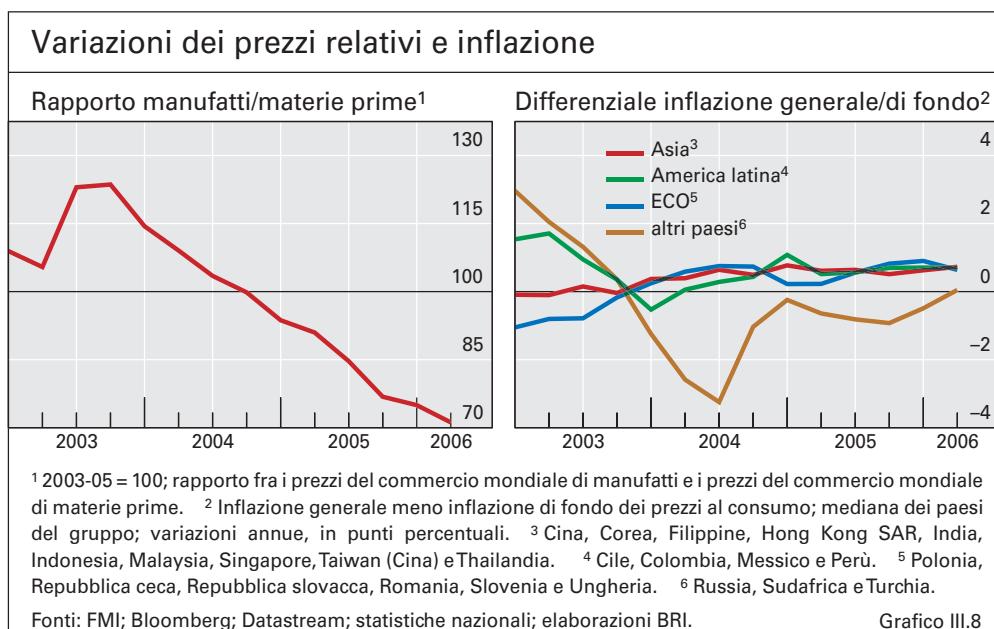
Sullo sfondo di una robusta domanda mondiale, i due principali shock che hanno interessato le economie emergenti in questo periodo – l'ulteriore rincaro generalizzato delle materie prime e la crescente domanda di attività di queste stesse economie – sono stati positivi per la crescita. Tuttavia, entrambi gli sviluppi hanno reso preponderanti i rischi dal lato dell'inflazione, e ciò pone una serie di problemi per la politica monetaria. I più elevati prezzi delle materie prime tendono ad accrescere l'inflazione in via diretta nei paesi sia esportatori sia importatori, e nei primi impartiscono inoltre un forte impulso al reddito. Anche la maggiore domanda estera di attività dei mercati emergenti tende a stimolare la domanda aggregata e potrebbe produrre effetti inflazionistici allentando i vincoli finanziari. Il margine di capacità inutilizzata si è ristretto e in alcuni casi le condizioni nei mercati del lavoro si sono fatte più tese. Benché l'inflazione sia generalmente rimasta su livelli contenuti, in alcuni paesi i prezzi hanno fatto registrare bruschi aumenti, e i rischi inflazionistici sono divenuti sempre più evidenti.

Rischi di un aumento dell'inflazione

Implicazioni degli shock dal lato dei prezzi relativi

La prima questione che complica la conduzione della politica monetaria è la valutazione degli shock dei prezzi relativi. Le quotazioni delle materie prime sono salite mentre i prezzi internazionali dei manufatti si sono rafforzati solo in misura modesta (grafico III.8, diagramma di sinistra). Qualora lo shock dal lato delle materie prime si dovesse invertire, la minaccia che ne deriverebbe per l'inflazione di fondo non dovrebbe essere considerata generalmente grave. Sono piuttosto le variazioni durature dei prezzi relativi a costituire un problema, come si evince chiaramente dall'esperienza recente. L'incremento dei prezzi delle materie prime ha creato un divario fra l'inflazione generale e quella di fondo che si è protratto per un periodo esteso (grafico III.8, diagramma

Gli shock dei prezzi relativi complicano le scelte di politica monetaria



di destra). Tale divario porta a chiedersi se nella loro valutazione dei rischi inflazionistici e nella formulazione delle politiche le autorità monetarie debbano attribuire maggior peso ai movimenti dell'inflazione di fondo o a quelli dell'inflazione generale.

Prezzi elevati delle materie prime, ma aspettative stabili

Due aspetti antitetici vanno considerati. Primo, i rincari delle materie prime si stanno dimostrando alquanto persistenti (presumibilmente di riflesso al continuo rafforzamento della domanda); essi hanno inoltre già prodotto un aumento dell'inflazione generale e presto o tardi potrebbero influire sulle aspettative di inflazione. Secondo, ciò malgrado, in un numero significativo di economie emergenti non vi sono ancora chiari segnali di un aumento delle aspettative inflazionistiche e di conseguenti pressioni sui salari. Il processo di determinazione dei prezzi in quelle economie sembra aver subito cambiamenti strutturali simili a quelli intervenuti nei paesi sviluppati (Capitolo II). Pare infatti che i prezzi di beni e servizi (compresi i salari) siano divenuti meno reattivi a perturbazioni provenienti da shock di prezzo specifici, e persino alle oscillazioni nel grado di utilizzo della capacità.

Queste considerazioni hanno implicazioni contrastanti per le politiche. Da un lato, i persistenti rincari delle materie prime sembrerebbero sollecitare un'azione per contenere le aspettative focalizzando l'attenzione sull'inflazione generale. Dall'altro, se è vero che il comportamento dei prezzi è notevolmente cambiato, allora si dovrebbe propendere per una risposta più contenuta, basata sull'assunto che l'inflazione generale ritornerà sui livelli di quella di fondo.

È difficile stabilire se sarà l'inflazione di fondo a salire ai livelli di quella generale, o l'inflazione generale a scendere ai livelli di quella di fondo. Una simile valutazione presuppone un giudizio in merito alla natura permanente dello shock dei prezzi delle materie prime e ai cambiamenti nel processo di determinazione dei prezzi, che sembrano aver finora ancorato l'inflazione di fondo. Per quanto concerne questo secondo aspetto, è cruciale la posizione della Cina, dove l'inflazione è molto bassa nonostante la crescita sia talmente elevata da esercitare pressioni sui corsi delle materie prime a livello mondiale. Una spiegazione potrebbe risiedere nei consistenti guadagni di produttività del settore manifatturiero, un fenomeno che rischia di rivelarsi duraturo e avere ripercussioni persistenti sui salari e sui prezzi sia in Cina che altrove.

Tuttavia, in passato i periodi prolungati di rapida crescita in Cina erano stati seguiti da episodi di inflazione. Vi è inoltre la possibilità che l'inflazione interna stia effettivamente già aumentando ma che ciò non venga rilevato perché l'indice dei prezzi non tiene adeguatamente conto dell'inflazione nel settore dei servizi. Infine, le pressioni inflazionistiche appaiono già significative in varie economie emergenti.

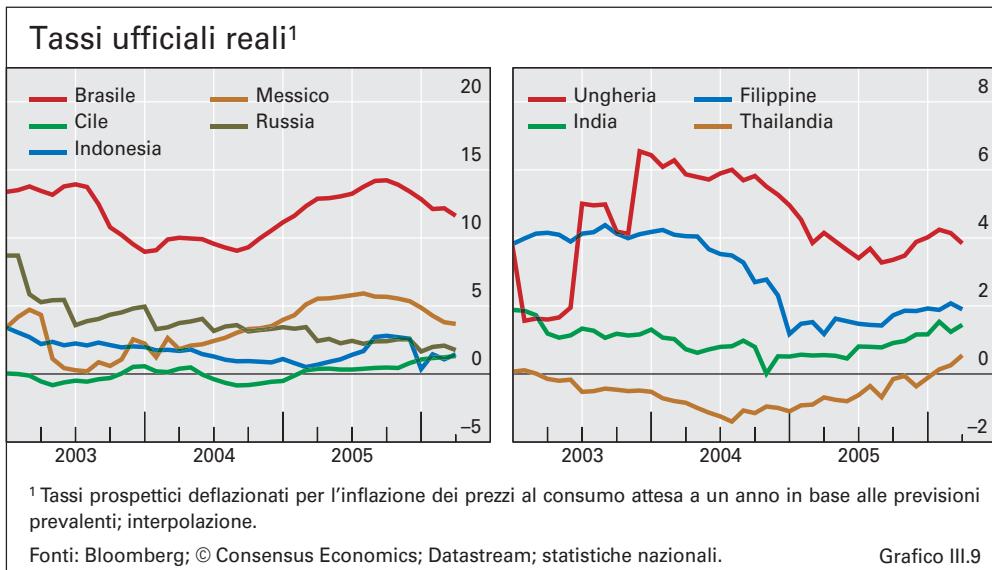
In tale contesto di incertezza, le autorità hanno reagito agli shock dei prezzi relativi degli ultimi anni in modo differenziato, ma con una diffusa tendenza all'inasprimento. Alcuni paesi produttori di materie prime si sono concentrati sull'inflazione generale piuttosto che su quella di fondo. I tassi di interesse ufficiali in Brasile, Cile e Messico sono stati innalzati in una fase relativamente precoce, scongiurando l'erosione dei tassi reali (*ex ante*) allorché le previsioni di inflazione erano in aumento (grafico III.9). Al contrario, i tassi di interesse reali si sono mossi al ribasso in Russia.

L'andamento futuro dell'inflazione generale ...

... dipende dalle determinanti del processo di formazione dei prezzi

L'inflazione continua a rappresentare un rischio

Premiate le reazioni tempestive



In alcuni paesi asiatici la politica monetaria si è inizialmente focalizzata sull'inflazione di fondo, piuttosto che su quella generale, in quanto le autorità hanno ritenuto che i rincari delle materie prime fossero solo temporanei e non rischiassero di influenzare le aspettative. Tuttavia, in un secondo momento, quando gli shock di prezzo sono apparsi più duraturi, i tassi di riferimento sono stati repentinamente innalzati. In vari paesi importatori di petrolio (come India, Indonesia, Malaysia e Thailandia) i sussidi ai consumi di energia hanno inizialmente attutito l'impatto dei più elevati corsi petroliferi sui prezzi interni. Non-dimeno, il perdurare degli shock di prezzo oltre le previsioni ha costretto diversi paesi a ridurre drasticamente i sussidi a causa dell'esplosione dei costi (saliti al 3½% del PIL nel 2005 nel caso dell'Indonesia). Sono stati inoltre innalzati i tassi di interesse per evitare ripercussioni negative sulle aspettative di inflazione.

In Indonesia i tassi di interesse erano già in aumento prima che l'inflazione registrasse un balzo a causa dei recenti tagli ai sussidi energetici, ma la forte progressione dell'inflazione misurata si è comunque trasmessa alle aspettative. Un'ondata di instabilità ha colpito i mercati valutari e obbligazionari interni allorché l'innalzamento dei tassi ufficiali ha innescato una fuga dai fondi comuni detentori di titoli di Stato. La situazione si è successivamente stabilizzata e da allora la rupia ha riguadagnato terreno. In Thailandia, dove il tasso di interesse reale era negativo ma l'inflazione risultava bassa, le autorità hanno accresciuto rapidamente i tassi ufficiali in quanto era divenuto evidente l'effetto di propagazione alle aspettative e l'inflazione stava salendo. Nelle Filippine, che presentavano un tasso di interesse reale maggiore, le autorità monetarie hanno impiegato più tempo a innalzare i tassi di riferimento, nonostante l'inflazione fosse in aumento nel 2004 per l'influsso di fattori dal lato dell'offerta; grazie alla stretta monetaria nel 2005 la crescita dei prezzi si è stabilizzata, ma è tornata a salire nel 2006.

La soppressione dei sussidi fa salire i prezzi ...

... ma le reazioni sono diverse

Risposte alle pressioni per un apprezzamento del cambio

Il tasso di cambio è spesso soggetto a notevoli pressioni nei paesi in cui la domanda è in forte crescita, il conto corrente in surplus (grazie ai guadagni

Le spinte al rialzo
sul cambio
pongono un
dilemma

nelle ragioni di scambio) e gli afflussi di capitale sono consistenti. Una siffatta situazione costituisce un dilemma per le autorità monetarie, che possono scegliere di acconsentire a un apprezzamento della moneta o, in alternativa, cercare di contrastarlo allentando la politica monetaria o intervenendo sui mercati dei cambi. Lasciare che la moneta si apprezzi potrebbe attenuare i rischi di inflazione, moderare gli effetti dei rincari delle materie prime su prezzi e redditi nei paesi esportatori e alleviare le pressioni sulla capacità nei paesi alle prese con una domanda vigorosa. Tale scelta potrebbe anche ridurre la tendenza a un allentamento delle condizioni finanziarie nei paesi destinatari di ingenti afflussi di capitali. Tuttavia, un apprezzamento molto consistente o rapido del tasso di cambio può destare preoccupazione per i suoi effetti avversi sulla competitività.

Talvolta risulta
appropriato un
allentamento

Problematiche di altro tipo possono sorgere allorché si tenta di evitare un apprezzamento del cambio allentando la politica monetaria o intervenendo sui mercati dei cambi. Nei regimi con obiettivi di inflazione esplicativi una distensione monetaria risulterebbe appropriata solo se l'effetto atteso dell'apprezzamento del cambio fosse quello di abbassare l'inflazione al disotto dell'obiettivo. Non altrettanto si può dire nel caso in cui l'apprezzamento rappresentasse una risposta riequilibratrice ad afflussi di capitali con effetti espansivi o a shock positivi delle ragioni di scambio. In tali circostanze, un allentamento della politica monetaria potrebbe accrescere i rischi di inflazione.

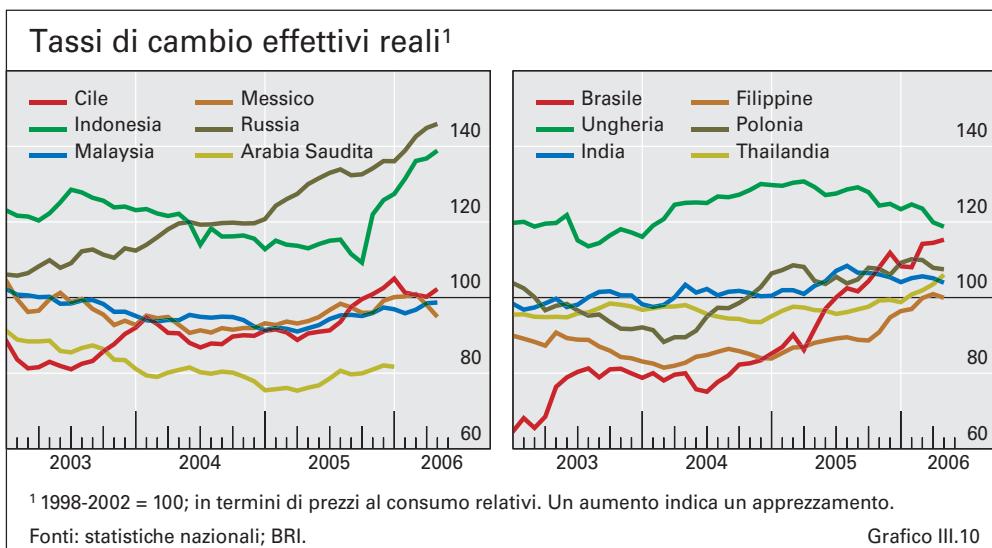
L'intervento
valutario può
prevenire i
disallineamenti

Se le pressioni sul cambio sono ritenute temporanee (ad esempio perché ci si attende un'inversione di certi flussi di capitali o un successivo ritorno delle ragioni di scambio su livelli più bassi), un intervento sterilizzato sui mercati dei cambi potrebbe essere preferibile all'allentamento monetario come strategia per contrastare una rivalutazione del cambio. Tuttavia, quanto più l'intervento si protrae nel tempo, tanto maggiori diventano i problemi, poiché più difficile è la sua sterilizzazione, con il rischio di provocare anche in questo caso un'indesiderata distensione delle condizioni finanziarie interne e spinte inflattive. Inoltre, pur se pienamente sterilizzato, un intervento su vasta scala potrebbe distorcere i mercati finanziari nazionali, considerata l'entità delle emissioni debitorie necessarie a una sterilizzazione integrale.

Risposte sul piano delle politiche e regimi monetari

Alcuni paesi hanno
lasciato che la
moneta si
apprezzasse

Le soluzioni date al dilemma sopra descritto sono state assai diverse a seconda delle economie e sono dipese in certa misura dal modo in cui il regime monetario di ciascun paese ha influenzato le risposte ai movimenti del tasso di cambio nominale. Alcuni paesi, in genere quelli che persegono obiettivi di inflazione esplicativi, hanno optato per una maggiore flessibilità del cambio. Ad esempio, fra gli esportatori di materie prime – dove le spinte all'apprezzamento erano prevedibili dati i miglioramenti delle ragioni di scambio – il Brasile e il Cile hanno registrato un consistente apprezzamento del cambio nominale fra l'inizio del 2005 e i primi mesi del 2006. Tale evoluzione ha portato a un rilevante apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale (grafico III.10). Altri paesi, al contrario, hanno optato per una maggiore stabilità del cambio nominale. Fra questi figurano l'Argentina e la Russia, che mantengono quello che potrebbe definirsi un regime monetario ibrido, e l'Arabia Saudita e il



Venezuela, che invece perseguono una politica di ancoraggio del cambio. Tuttavia, con l'eccezione dell'Arabia Saudita, i tassi di cambio reali di questi paesi si sono comunque apprezzati a causa della più alta inflazione. In Russia le autorità hanno riconosciuto la necessità di un ulteriore apprezzamento nominale al fine di contenere la crescente liquidità e di moderare l'eccesso di domanda.

In Cina e in molte altre parti dell'Asia le autorità sono intervenute massicciamente per vari anni al fine di moderare l'apprezzamento del cambio. A seguito dei continui pesanti interventi, a fine aprile 2006 le riserve cinesi erano salite a \$875 miliardi. I paesi esportatori di petrolio hanno incrementato in misura ragguardevole lo stock di attività finanziarie estere detenute come riserve ufficiali (tabella III.5). Altrove, il tasso di accumulazione di riserve internazionali sembra essere rallentato rispetto ai ritmi travolgenti registrati nel 2003 e nel 2004. Benché il grado di sterilizzazione degli interventi sia stato diverso, è possibile valutarne l'impatto potenziale sui mercati finanziari locali confrontando le riserve con le consistenze in essere di titoli del debito pubblico. Laddove questo rapporto risulta elevato, come in Asia, i possibili effetti distorsivi sull'intermediazione finanziaria interna meritano un attento esame.

Vari paesi hanno cominciato a fare ricorso ad altri strumenti per facilitare la risoluzione del dilemma qui descritto. Negli Stati baltici e nei paesi dell'Europa meridionale e orientale le autorità hanno impiegato strumenti diretti, come l'innalzamento della riserva obbligatoria o dei requisiti prudenziali. Al fine di soddisfare i criteri di Maastricht e aderire alle clausole dei nuovi Accordi europei di cambio questi paesi stanno cercando di contenere l'inflazione e preservare la stabilità del cambio. Tuttavia l'impiego di strumenti diretti solleva quesiti quanto alle possibili inefficienze e ai costi per il sistema finanziario.

Mentre fin qui sono state esaminate le reazioni in risposta a pressioni all'apprezzamento del cambio, nel 2005 e nel primo trimestre del 2006 alcuni paesi hanno sperimentato episodi di significative pressioni al ribasso. Ad esempio, nell'agosto 2005 la rupia indonesiana si è deprezzata dell'11% rispetto al dollaro USA a causa delle incertezze riguardanti l'onere che rappresentavano

Interventi su vasta scala in Asia

Misure per ridurre la liquidità in eccesso

Spinte al ribasso sui cambi

Riserve valutarie ufficiali							
	Posizione in essere ¹				Rispetto ai titoli del debito pubblico ²		
	2000	2004	2005	Apr. 2006 ³	2000	2004	2005
Totale mercati emergenti	973	2 094	2 487	2 679	39	59	64
Paesi esportatori di petrolio ⁴	110	282	386	443	26	61	78
Cina	166	610	819	875	-7	104	152
Altri paesi asiatici ⁵	529	962	1 003	1 060	103	100	93
America latina ⁶	88	111	121	124	12	13	10
Altri mercati emergenti ⁷	80	129	159	177	28	15	19

¹ Dati di fine periodo; in miliardi di dollari USA. ² In percentuale. Rapporto fra le riserve valutarie ufficiali al netto del circolante e i titoli di Stato interni e internazionali in essere. Per Algeria, Egitto, Nigeria, Oman, Qatar e Venezuela, comprende unicamente i titoli internazionali; per l'India, unicamente i titoli interni. ³ O ultimi dati disponibili. ⁴ Algeria, Egitto, Messico, Nigeria, Oman, Qatar, Russia e Venezuela. ⁵ Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ⁶ Argentina, Brasile, Cile, Colombia e Perù. ⁷ Polonia, Repubblica ceca, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonti: FMI; BRI.

Tabella III.5

per il bilancio dello Stato i sussidi energetici alla luce del rincaro del petrolio; da allora, la rupia si è ripresa. Il fiorino ungherese si è anch'esso deprezzato tra febbraio e gli inizi di aprile di quest'anno, sempre per i timori legati alla situazione delle finanze pubbliche e del conto corrente.

Conseguenze delle risposte sul piano delle politiche

È interessante verificare se le differenze nel regime monetario, e nel grado di attenzione riservata al tasso di cambio, siano risultate rilevanti per l'andamento dell'inflazione.

Come sintetizzato nella tabella III.6, la risposta non è univoca. Nei regimi con obiettivi di inflazione esplicativi, in cui il tasso di cambio è stato relativamente libero di fluttuare, la crescita dei prezzi è risultata in genere moderata. All'interno di questo gruppo, la Corea presenta scarsi segnali di inflazione dei prezzi al consumo, mentre Brasile e Turchia, dove la crescita dei prezzi era precedentemente elevata, sono riusciti a portarla in prossimità dell'obiettivo. Per la prima volta dalla sua introduzione la fascia obiettivo per l'inflazione è stata rispettata in Messico e anche in Cile i prezzi si sono mossi all'interno della fascia. Entrambi i paesi hanno consentito aggiustamenti del cambio e innalzato i tassi di interesse tempestivamente. Risultati simili sono osservabili per Colombia e Perù, anch'essi paesi produttori di materie prime con obiettivi di inflazione esplicativi.

Tuttavia, nei paesi con regimi di cambio fisso l'inflazione mediana si è collocata a livelli ancora più bassi. Sia la Cina che l'Arabia Saudita costituiscono un interessante rompicapo, dal momento che in entrambi i paesi l'inflazione dei prezzi al consumo è rimasta molto bassa a dispetto della rapida crescita economica e dei segnali di liquidità abbondante. Nondimeno, l'ancoraggio del cambio non è garanzia di bassa inflazione, come mostra il caso del Venezuela, dove i prezzi hanno registrato una crescita a due cifre.

L'inflazione è risultata massima nei paesi con regimi ibridi, che non hanno cioè pienamente adottato obiettivi di crescita dei prezzi né un ancoraggio

L'inflazione è moderata nei regimi con obiettivi di inflazione ...

... e persino più bassa nei regimi di ancoraggio del cambio ...

... mentre risulta massima nei regimi ibridi

Indicatori monetari per regime			
Mediana dei dati nazionali per il 2004-05, se non diversamente specificato			
	Regime adottato		
	Obiettivo di inflazione ¹	Regime ibrido ²	Obiettivo di cambio ³
Indice generale dei prezzi al consumo ⁴	3,9	7,0	2,9
Inflazione rispetto a obiettivo/partner ⁵	0,2	.	1,0
Tasso di interesse reale ⁶	2,4	0,7	1,1
Tasso di cambio effettivo nominale ⁴	3,8	0,2	-2,3
Riserve valutarie ufficiali ⁴	12,5	16,4	18,5
Credito al settore privato ⁴	15,2	24,8	29,4

¹ Brasile, Cile, Colombia, Corea, Filippine, Messico, Perù, Polonia, Repubblica ceca, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. ² Argentina, India, Indonesia, Romania, Russia, Singapore e Taiwan (Cina). ³ Arabia Saudita, Cina, Estonia, Hong Kong SAR, Lettonia, Lituania, Malaysia, Repubblica slovacca, Slovenia e Venezuela. ⁴ Variazioni annue, in percentuale. ⁵ Scostamento dal valore centrale della fascia obiettivo dell'inflazione o dall'obiettivo implicito del partner principale (1,8% per l'area dell'euro, 2,0% per gli Stati Uniti); in punti percentuali. ⁶ Tasso della banca centrale o tasso a breve del mercato monetario, deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo attesa a un anno in base alle previsioni prevalenti; interpolazione.

Fonti: FMI; Bloomberg; © Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Tabella III.6

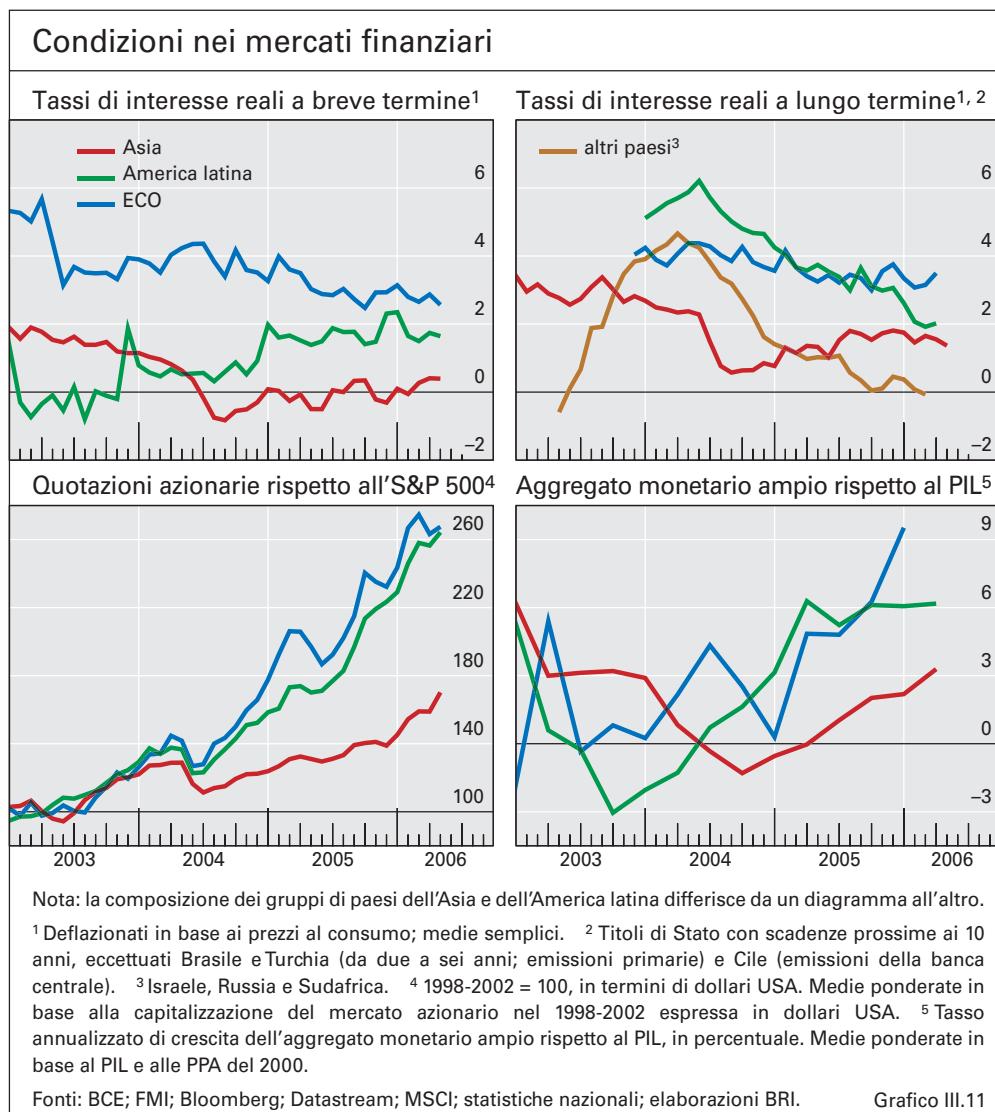
esplicito del cambio nominale. Alcuni di loro sembrano attribuire un peso rilevante alla stabilità valutaria, a giudicare dalle modeste variazioni nel valore mediano del tasso di cambio nominale. Rispetto ai paesi con obiettivi di inflazione, in quelli con regimi ibridi si è inoltre osservata una maggiore liquidità.

Fra i paesi con regimi ibridi hanno registrato un'inflazione a due cifre l'Argentina e la Russia, i cui tassi di cambio nominali sono rimasti relativamente stabili. Ciò fa ritenere che vi siano effettivamente rischi nel contrastare un apprezzamento del cambio in risposta a shock esterni. In questi paesi la misura dell'inflazione dei prezzi alla produzione segnala inoltre significative pressioni non ancora scaricate. Il ricorso a prezzi amministrati o controllati maschera problemi inflazionistici potenzialmente più gravi.

Malgrado le misure restrittive ultimamente adottate da alcuni paesi, i recenti shock esterni e le risposte sul piano delle politiche si sono accompagnati nelle economie emergenti a condizioni finanziarie generalmente distese. Ciò è riscontrabile nel livello ancora basso dei tassi di interesse reali, nonostante la robusta attività economica e la rilevante espansione degli aggregati monetari ampi (grafico III.11). Tuttavia nel maggio 2006 i corsi azionari, che in precedenza avevano registrato forti rialzi, sono drasticamente calati in diversi paesi.

Condizioni finanziarie distese

La principale conclusione cui si può giungere è che nei mercati emergenti i rischi inflazionistici, seppure attualmente di difficile lettura, sono aumentati. L'esperienza recente mette inoltre in evidenza come la politica monetaria può avere implicazioni per il sistema finanziario. Un intervento prolungato e su larga scala o un allentamento per contenere il tasso di cambio potrebbero influire sulla struttura dei bilanci del settore privato (specie delle banche), ridurre i tassi di interesse reali, accelerare l'espansione del credito e incoraggiare



Rischi inflazionistici in aumento

l'accumulazione di passività. Gli effetti sull'inflazione o sulla crescita economica degli squilibri che ne risultano si esplicheranno pienamente solo con il tempo, ma saranno tanto più rilevanti quanto più a lungo continuerà l'azione di stimolo monetario.

IV. La politica monetaria nelle economie industriali avanzate

Aspetti salienti

Nel periodo in rassegna la politica monetaria nei maggiori paesi industriali ha mantenuto un indirizzo generalmente accomodante, anche in presenza di un rafforzamento della crescita e di migliorate prospettive economiche. Tuttavia, con l'emergere di segnali di un aumento dei rischi per la stabilità dei prezzi, le banche centrali hanno intrapreso azioni per ridurre il grado di stimolo monetario. La Federal Reserve ha continuato a innalzare gradualmente il tasso ufficiale nell'arco dell'intero periodo, portandolo a un livello considerato sostanzialmente compatibile con una crescita durevole e con la stabilità dei prezzi nel lungo periodo. La BCE ha iniziato ad aumentare il tasso ufficiale alla fine del 2005, partendo da un livello storicamente basso. Una questione fondamentale che ha impegnato queste banche centrali è consistita nel valutare se il ritmo dell'inasprimento fosse appropriato alla luce degli elevati prezzi dell'energia, del crescente utilizzo di risorse e dell'esuberanza dei mercati degli immobili residenziali. La Bank of Japan, con l'intensificarsi delle indicazioni di cessata minaccia deflazionistica, ha annunciato nel marzo 2006 la fine della politica di allentamento quantitativo in atto ormai da anni, prospettando per il futuro il ripristino di strumenti più convenzionali. Tuttavia, la politica monetaria ha continuato a fornire un contributo positivo all'incipiente ripresa economica, giacché il tasso obiettivo è stato mantenuto a zero e quello reale è risultato negativo.

Per le economie industriali minori le sfide di politica monetaria sono maggiormente differenziate, data la più complessa combinazione di forze interne ed esterne all'opera. La Bank of Canada, la Norges Bank, la Sveriges Riksbank e la Banca nazionale svizzera hanno ridotto il grado di condiscendenza monetaria con una serie di aumenti dei tassi ufficiali rispetto a livelli di partenza alquanto bassi. Altri paesi, che si trovano in una fase più avanzata del ciclo economico, hanno operato aggiustamenti solo marginali. La Reserve Bank of Australia e la Reserve Bank of New Zealand hanno leggermente ritoccato verso l'alto e la Bank of England verso il basso il rispettivo tasso ufficiale.

Persino quando i rischi derivanti dall'accumularsi di pressioni sui prezzi sono aumentati, molte banche centrali sono state rassicurate dal livello persistentemente basso dell'inflazione di fondo e dal saldo ancoraggio delle aspettative inflazionistiche, che hanno in parte attribuito alla più serrata concorrenza internazionale e al suo influsso moderatore su salari e prezzi. La sezione finale del capitolo prende in esame alcune delle sfide che l'accresciuta integrazione economico-finanziaria mondiale ("globalizzazione") pone per la politica monetaria.

Rassegna degli sviluppi

Stati Uniti

La Federal Reserve innalza i tassi ...

... in un contesto di inflazione quiescente ...

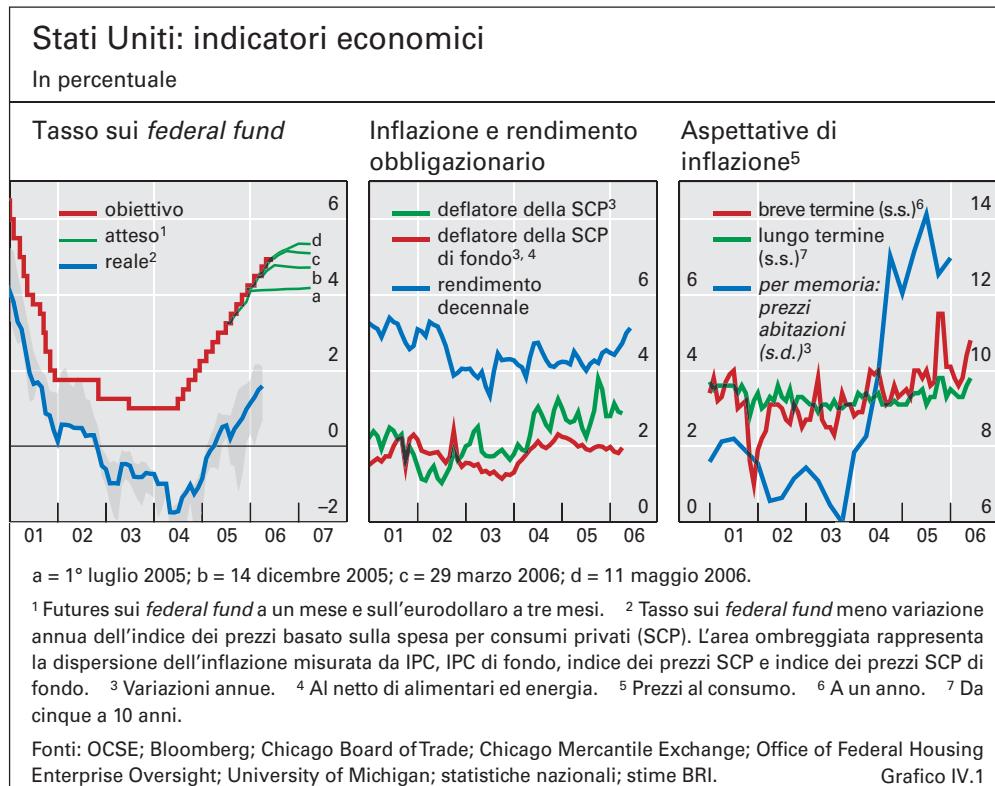
... e di robusta crescita economica

Al delinearsi della fine del ciclo di restrizione ...

Nel periodo in esame la Federal Reserve ha continuato a ridurre il grado di condiscendenza monetaria: il tasso obiettivo sui *federal fund* è stato aumentato di 25 punti base in ciascuna delle riunioni del comitato di politica monetaria, raggiungendo il 5% nel maggio 2006 (grafico IV.1). L'ultimo intervento rappresenta il sedicesimo rialzo consecutivo del ciclo di inasprimento iniziato nel giugno 2004, allorché il tasso si situava all'1%. Il tratto distintivo di questo ciclo è che ciascuna manovra è stata chiaramente preannunciata. Verso la fine del 2005, tuttavia, i membri del comitato hanno manifestato minore certezza riguardo al corso della politica.

La quiescenza dell'inflazione di fondo è stata un'altra caratteristica saliente di questa fase restrittiva. L'indice generale dei prezzi al consumo ha continuato a muoversi verso l'alto, toccando il 4% su base annua, per effetto dell'ulteriore traslazione degli incrementi di prezzo dell'energia e delle materie prime. Ciò nonostante, l'inflazione di fondo è rimasta bassa e stabile in prossimità del 2%. Tuttavia, verso la fine del periodo i dati che segnalavano una robusta crescita sottostante, un lieve aumento delle aspettative inflazionistiche a lungo termine e livelli crescenti di utilizzo della capacità – specie nei mercati del lavoro – hanno reso più vigile l'atteggiamento delle autorità nei confronti dei rischi di inflazione.

La strategia di comunicazione della Federal Reserve ha svolto un ruolo importante nel guidare i mercati durante questa fase di inasprimento. Cominciando a intravedere la possibilità di porre fine alla restrizione, il comitato



monetario ha adeguato le sue valutazioni prospettiche sulla probabile traiettoria dei tassi ufficiali e sull'eventualità di una pausa. In particolare, nel dicembre 2005 è stato abbandonato l'impiego ampiamente pubblicizzato dell'aggettivo "misurato", introdotto alla metà del 2004 per descrivere il probabile ritmo dei successivi incrementi dei tassi. Il comitato ha espresso l'opinione che, una volta rimosso un grado significativo di accomodamento, la futura impostazione della politica avrebbe dovuto essere più reattiva alla diffusione di nuovi dati economici. Inoltre, le successive manovre non sarebbero state cumulativamente ampie. I mercati hanno accolto queste rettifiche di linguaggio senza reazioni di rilievo.

Nonostante il favorevole giudizio sul modo in cui l'attuale ciclo di restrizione monetaria era stato orchestrato, il comitato ha vagliato la possibilità di uno sconfinamento del tasso ufficiale tanto verso il basso quanto verso l'alto. Prima dell'ultimo scorci del 2005, quando il comitato ha cessato di definire accomodante la politica monetaria, alcuni membri avevano iniziato a sostenere che, tenendo pienamente conto dello sfasamento temporale con cui agisce il meccanismo di trasmissione, non si poteva escludere che i tassi ufficiali avessero già raggiunto il livello compatibile con una crescita pari al potenziale. Nondimeno, le successive manovre stanno a indicare che la maggioranza del comitato continuava a temere il rischio di inflazione.

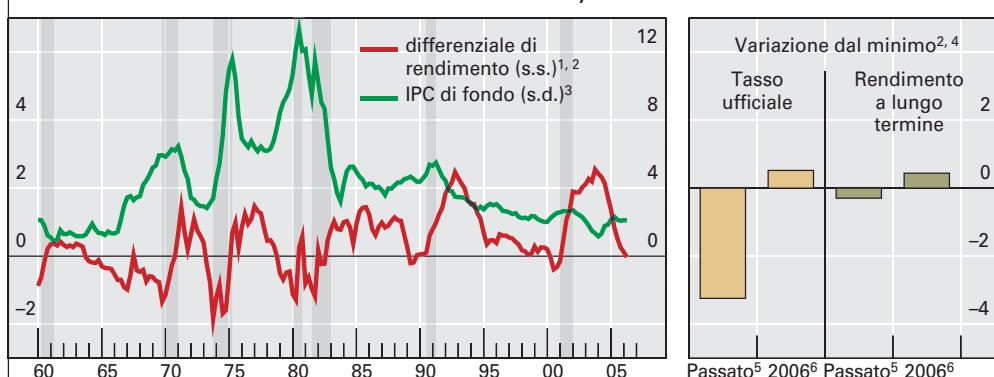
Tra le maggiori fonti di rischio per le prospettive economiche sono stati individuati gli alti prezzi delle abitazioni e gli ingenti oneri debitori delle famiglie, malgrado fossero emersi segni di un raffreddamento del mercato degli immobili residenziali. Un'importante questione per la Federal Reserve era se tali sviluppi richiedessero una risposta della politica monetaria più restrittiva rispetto al passato, data la possibilità che le abitazioni fossero ormai decisamente sopravvalutate. Nell'esaminare la questione, il comitato ha convenuto che, in linea di principio, l'evoluzione dei prezzi abitativi dovesse essere tenuta

... il pericolo di uno sconfinamento del tasso ufficiale è sospeso ...

... a fronte dei rischi per la stabilità dei prezzi

Le fonti di rischio sono i prezzi delle abitazioni, i livelli di debito ...

Stati Uniti: differenziale di rendimento, inflazione e cicli economici



Nota: medie trimestrali; le aree ombreggiate rappresentano i periodi di recessione individuati dall'NBER.

¹ Rendimento del titolo del Tesoro a 10 anni meno rendimento del titolo a due anni (prima del giugno 1976, buoni del Tesoro a un anno). ² In punti percentuali. ³ IPC al netto di alimentari ed energia; variazioni annue, in percentuale. ⁴ Tasso (rendimento) un anno dopo il minimo meno tasso (rendimento) in corrispondenza del minimo; minimo definito come valore più basso raggiunto dalla differenza fra il rendimento del titolo del Tesoro decennale e il tasso sui *federal fund*. ⁵ Media degli episodi associati ai periodi di recessione individuati dall'NBER. ⁶ Rispetto al minimo recente (febbraio); variazioni attese stimate in base al valore dei futures sui corrispondenti strumenti finanziari al 22 febbraio 2006.

Fonti: Bloomberg; National Bureau of Economic Research (NBER); statistiche nazionali.

Grafico IV.2

in conto nel momento in cui costituisse una minaccia per gli obiettivi fondamentali di stabilità dei prezzi e di crescita durevole dell'economia. Nondimeno, esso ha anche concluso che una reazione a possibili distorsioni di prezzo in quella fase non avrebbe probabilmente contribuito nell'insieme al conseguimento degli obiettivi primari. Le incertezze nel valutare il livello appropriato e la probabile direzione dei prezzi di tali attività sono state giudicate generalmente troppo ampie per consentire alla Federal Reserve di agire con sufficiente sicurezza.

... e l'appiattimento della curva dei rendimenti

Anche l'appiattimento della curva dei rendimenti ha costituito un fattore di preoccupazione, poiché i differenziali di tasso erano scesi a livelli non più riscontrati dalla recessione del 2001. In passato, una simile configurazione della struttura per scadenze aveva costituito un segnale alquanto attendibile di una recessione imminente (grafico IV.2, diagramma di sinistra). In questa occasione, tuttavia, le dinamiche alla base dei differenziali sono apparse diverse per almeno due importanti aspetti. Primo, mostrando di tenere sotto controllo le spinte inflazionistiche, la Federal Reserve ha moderato le aspettative di un *overshooting* del tasso ufficiale (grafico IV.2, diagramma di destra). Secondo, i tassi di interesse nominali a lungo termine sono rimasti alquanto stabili rispetto a precedenti periodi di restrizione, pur essendo aumentati sensibilmente verso la fine del periodo in rassegna. Ciò significa che il grado di inasprimento associato all'inversione della curva è stato inferiore alla norma. Considerati congiuntamente, questi sviluppi sollevano dubbi sulla perdurante affidabilità di tale indicatore (si veda il Capitolo IV della 75^a *Relazione annuale*). Quanto alle implicazioni per la politica monetaria di un appiattimento della curva dei rendimenti, esse dipendono dai fattori ritenuti responsabili delle mutate dinamiche. Purtroppo, anche questi fattori sono difficili da accettare con sicurezza (Capitolo VI).

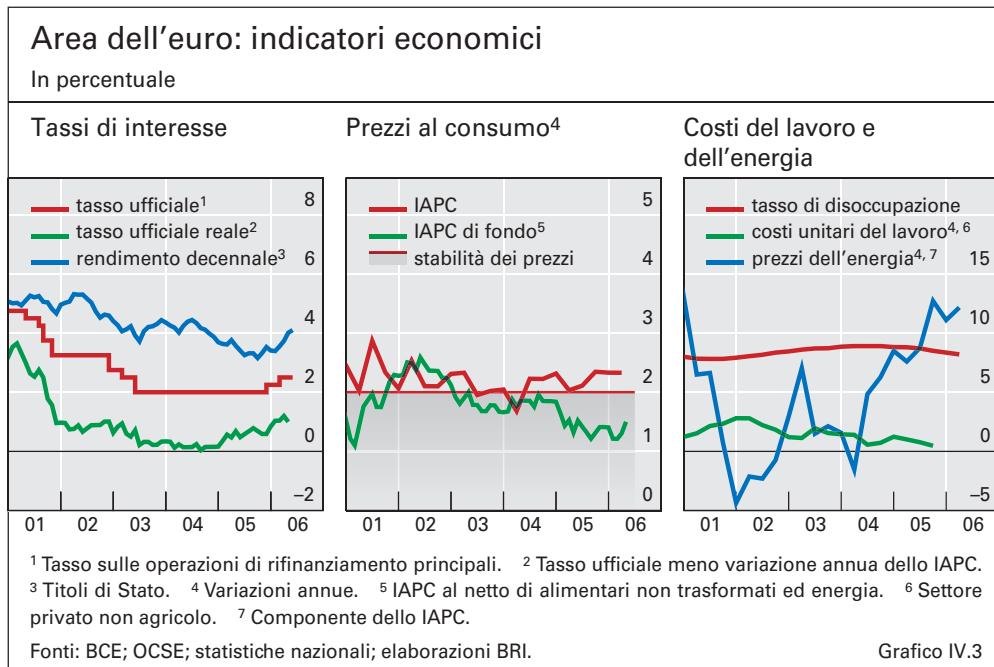
Area dell'euro

La BCE comincia a innalzare i tassi ...

Nonostante due incrementi del tasso ufficiale, nel periodo in rassegna le condizioni monetarie nell'area dell'euro sono rimaste molto espansive. Il primo rialzo di 25 punti base nel dicembre 2005 è intervenuto dopo due anni e mezzo durante i quali il tasso ufficiale era stato mantenuto al livello storicamente basso del 2%. Perlopiù in risposta al manifestarsi di crescenti rischi per la stabilità dei prezzi, nel marzo 2006 la BCE ha deciso un ulteriore aumento di 25 punti base, che a fine periodo collocava il tasso ufficiale al 2,5% (grafico IV.3). Le decisioni della BCE rispecchiano le valutazioni basate sui due pilastri della sua strategia, l'uno focalizzato sulla stabilità dei prezzi a breve termine, l'altro sulle tendenze dell'inflazione nel più lungo periodo, segnalate dall'analisi monetaria.

... sulla base di preoccupazioni a breve per l'inflazione generale ...

Per quanto concerne il primo pilastro, si è reputato che la crescita economica avesse guadagnato vigore nell'arco del periodo, nonostante una certa volatilità su base trimestrale. Tale evoluzione, insieme all'aumento dell'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) oltre il 2%, limite superiore della definizione quantitativa di stabilità dei prezzi della BCE, faceva ritenere che il grado di condiscendenza monetaria fosse sempre più incompatibile con il mantenimento di tale stabilità. Da parte della



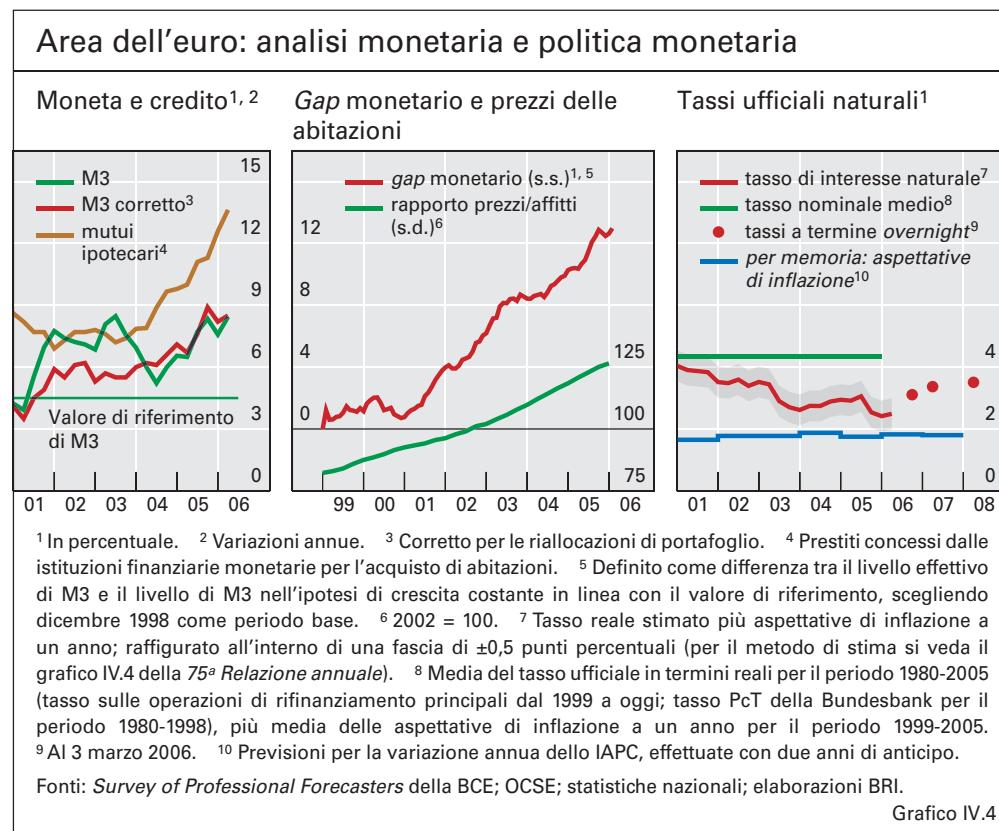
BCE era stato espresso anche il timore che l'elevato e forse crescente prezzo del petrolio potesse ancora trasmettersi ai prezzi al consumo, con il pericolo che i movimenti dei prezzi relativi si ripercuotessero a loro volta sulle contrattazioni salariali, causando effetti di secondo impatto. Tali preoccupazioni rispecchiavano in parte l'enfasi posta dalla BCE sull'inflazione generale, giacché quella di fondo era bassa e decrescente e le aspettative inflazionistiche apparivano ben ancorate.

A rafforzare le preoccupazioni della BCE contribuivano anche gli andamenti monetari. L'aggregato monetario ampio M3 continuava a crescere a un ritmo di gran lunga superiore al valore di riferimento considerato coerente con la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine (grafico IV.4). Già agli inizi di questo decennio si era osservata una rapida espansione dell'aggregato, peraltro attribuita in gran parte a fattori tecnici. In particolare, i residenti dell'area dell'euro avevano ristrutturato i loro portafogli a scapito delle azioni e a favore di strumenti monetari, mostrando di preferire attività sicure e più liquide. Tuttavia, anche al venir meno di simili aggiustamenti tecnici, M3 aveva continuato a espandersi a ritmi molto sostenuti. In effetti, lo scorso anno il suo tasso di crescita depurato delle ricomposizioni di portafoglio ha toccato un nuovo livello massimo, quasi doppio rispetto al valore di riferimento.

In aggiunta agli allarmanti segnali trasmessi da M3, anche l'espansione del credito al settore privato, specie i mutui ipotecari alle famiglie, è rimasta elevata. Si è ritenuto che il livello persistentemente basso dei tassi di interesse avesse contribuito al dinamismo del mercato immobiliare, dando luogo in taluni casi a eccezionali tassi di incremento dei prezzi (Capitolo VII). Francia, Irlanda, Italia e Spagna hanno continuato a registrare apprezzamenti annui superiori al 10%. I calcoli effettuati dalla stessa BCE indicano che la sopravvalutazione delle abitazioni nell'area dell'euro non ha pari negli ultimi vent'anni.

... e di considerazioni a più lungo termine circa gli aggregati monetari ...

... il credito, i prezzi delle attività ...



Data l'interazione tra prezzi delle attività, espansione del credito e stabilità monetaria, come evidenziato nel quadro concettuale di riferimento della politica della BCE, tali sviluppi sono stati interpretati come segnali di rischio per la stabilità dei prezzi e la crescita economica nel più lungo periodo.

... e gli squilibri mondiali

La BCE ha considerato anche gli sviluppi esterni come possibile fonte di problemi. In particolare, la correzione degli squilibri mondiali è stata percepita come un rischio poco probabile ma potenzialmente molto negativo per l'attività economica nell'area dell'euro. Era pertanto necessario valutarne le eventuali ripercussioni sulla stabilità dei prezzi, insieme ai rischi inflazionistici risultanti dall'analisi monetaria.

Cautela nella strategia di comunicazione

La BCE ha fatto ampio affidamento sulla strategia di comunicazione per illustrare il proprio processo decisionale, specie nel momento in cui si andavano consolidando le aspettative di un'imminente svolta nel ciclo di politica monetaria. Essa ha tuttavia mostrato una certa cautela nel fornire valutazioni prospettive esplicite sulla direzione dei tassi ufficiali. In diverse conferenze stampa i funzionari della BCE hanno precisato che il Consiglio direttivo non aveva preso decisioni *ex ante* sulle future manovre dei tassi ufficiali e non si trovava quindi nella condizione di poter preannunciare una sequenza di rialzi. Questa linea di condotta era in netto contrasto con gli sforzi compiuti di recente dalla Federal Reserve e dalla Bank of Japan per fornire maggiori indicazioni, se non altro qualitative, sulla probabile direzione dei tassi ufficiali in occasione delle periodiche riunioni monetarie. Da parte sua, la BCE temeva che simili dichiarazioni potessero essere erroneamente interpretate come un impegno ad attenersi a un determinato corso. Inoltre, essendo più sporadiche

le manifestazioni di "eccessi" nei mercati finanziari dell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti e al Giappone, si poteva ritenere che gli eventuali benefici di un'azione di guida così esplicita sarebbero stati minori. In ogni caso, di fronte alla reiterata enfasi posta dalla BCE sui rischi per la stabilità dei prezzi, le previsioni dei mercati si sono orientate verso ulteriori rialzi dei tassi nell'anno in corso e in quello successivo.

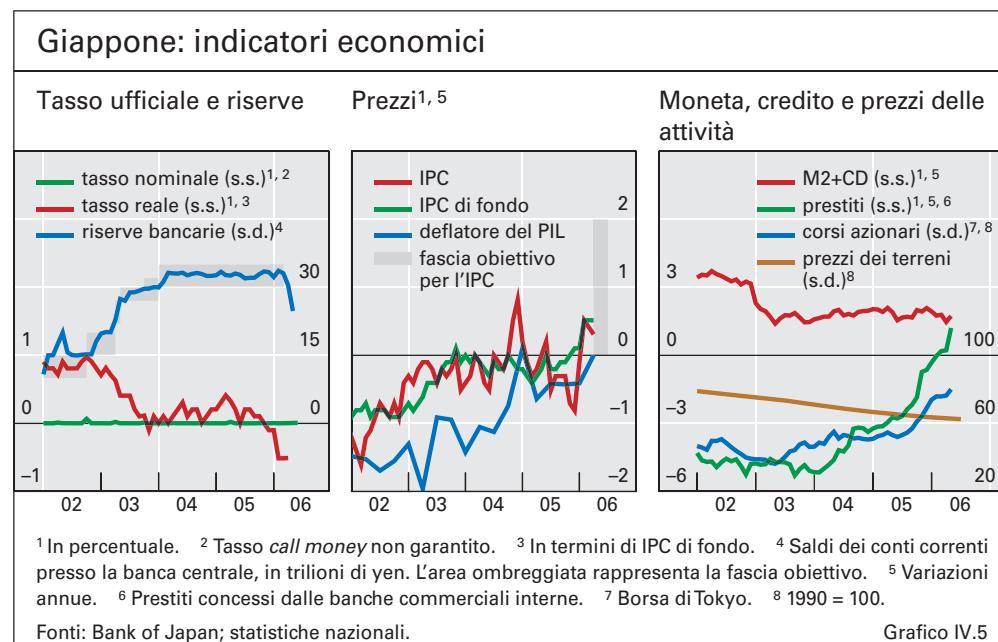
Giappone

La Bank of Japan ha mantenuto un orientamento monetario molto accomodante, in attesa di più solidi elementi che comprovassero l'esaurirsi delle forze deflative. Per gran parte del periodo la banca centrale ha proseguito nella sua politica di allentamento quantitativo, adottata nel 2001 in circostanze eccezionali e basata sulla fissazione di un obiettivo operativo per i saldi di conto corrente detenuti dalle banche presso di essa. Tale obiettivo, rimasto invariato nel 2005 e agli inizi del 2006 a ¥30-35 trilioni, era considerevolmente superiore al fabbisogno necessario ad assicurare che il tasso *overnight* restasse praticamente a livello zero (grafico IV.5). L'intento iniziale dello schema di allentamento quantitativo era principalmente quello di evitare una possibile spirale deflazionistica in una situazione di fragilità del settore finanziario. Sulla base di questo criterio, la banca centrale ha concluso agli inizi di quest'anno che lo schema era riuscito nel suo scopo.

Nel marzo 2006 la Bank of Japan ha posto fine alla politica di allentamento quantitativo, ripristinando uno schema operativo più tradizionale basato su un obiettivo in termini di tasso sui crediti *overnight* (non garantiti). In occasione del cambiamento di strategia, la banca centrale ha sottolineato l'intenzione di mantenere il nuovo obiettivo allo 0% per un certo lasso di tempo, pur creando le premesse per un drenaggio di riserve libere dal sistema bancario. In effetti, da allora il calo delle riserve libere detenute presso la banca centrale è stato rapido. Ciò nondimeno, con l'attenuarsi delle spinte

La Bank of Japan mantiene un orientamento distensivo con l'indebolirsi delle pressioni deflazionistiche ...

... ponendo fine all'allentamento quantitativo, ma lasciando i tassi a livelli storicamente bassi



deflazionistiche e infine il ripristino di una tendenza ascendente dei prezzi nel corso del periodo, il tasso ufficiale reale è diminuito a livelli non più riscontrati da molti anni. La Bank of Japan ha riconosciuto che ciò avrebbe impartito un ulteriore stimolo monetario a supporto di un'attività economica che stava acquistando slancio.

Migliore funzionamento del canale di trasmissione della politica monetaria

Alla base della decisione di cambiare rotta vi era il crescente ottimismo circa un miglioramento del canale di trasmissione della politica monetaria, sebbene non fossero stati dissipati tutti i dubbi. La fascia obiettivo per i saldi di conto corrente si traduceva in incrementi solo modesti di M2 e del credito al settore privato. Purtuttavia, l'accumularsi dei segnali di un ritorno a condizioni economiche e finanziarie normali ha fatto pendere l'ago della bilancia a favore dell'adozione di un assetto più convenzionale di politica monetaria.

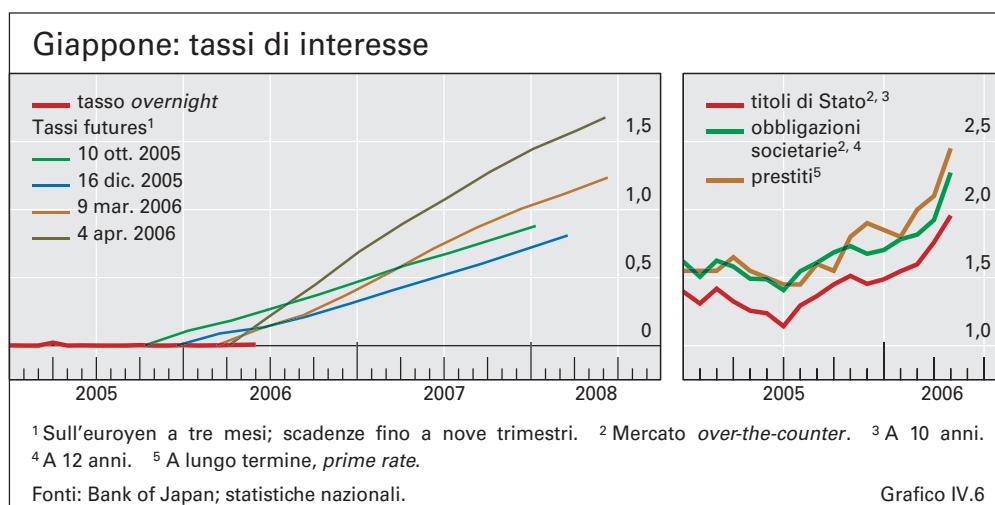
Un assetto monetario più convenzionale pone l'accento ...

La Bank of Japan ha poi presentato due ulteriori elementi fondamentali del suo nuovo quadro operativo. Anzitutto ha chiarito la sua posizione in merito alla stabilità dei prezzi, definendola in termini qualitativi come una situazione in cui le famiglie e le imprese possono prendere decisioni economiche senza dover temere oscillazioni del livello generale dei prezzi. Sul piano operativo, il Policy Board ha interpretato questo concetto come corrispondente a un intervallo di crescita dell'inflazione dello 0-2%. Ci si attendeva che una maggiore chiarezza sugli obiettivi inflazionistici avrebbe contribuito a orientare le dinamiche dei prezzi e dei salari in direzione degli obiettivi monetari. Data l'esperienza deflazionistica del Giappone, sono state naturalmente sollevate riserve in merito al limite inferiore della fascia. La Bank of Japan ha dichiarato che avrebbe riesaminato regolarmente la fascia, riconoscendo che in futuro avrebbe potuto rendersi necessario un più ampio margine di sicurezza contro il rischio di calo dei prezzi.

... su una fascia prescelta per l'inflazione ...

... e su un approccio a due prospettive

In secondo luogo, la Bank of Japan ha illustrato l'approccio "a due prospettive" adottato per la conduzione della politica monetaria. La prima è incentrata su una valutazione dell'indirizzo monetario alla luce degli andamenti attesi dell'attività economica e dell'inflazione su un orizzonte di 1-2 anni. La seconda si focalizza sui rischi a più lungo termine che potrebbero richiedere una maggiore flessibilità nella condotta monetaria. L'esperienza aveva mostrato come il solo controllo dell'inflazione a breve termine non bastasse a evitare



ampie oscillazioni nei prezzi delle attività e significativi cambiamenti nel contesto finanziario, che potevano costituire una minaccia per una crescita durevole e per la stabilità dei prezzi su orizzonti più lunghi.

Sebbene la Bank of Japan avesse dichiarato che il nuovo schema non avrebbe dovuto provocare brusche variazioni dei tassi a breve, i mercati hanno reagito puntando su un rialzo dei tassi a lunga (grafico IV.6); sono stati inoltre osservati aumenti nei mercati del debito sia pubblico che privato. I movimenti sono in parte riconducibili a dichiarazioni ufficiali, secondo cui i tassi di riferimento avrebbero finito per subire un “graduale aggiustamento” dopo essere rimasti ancorati a zero per un certo periodo, nonché a una rivalutazione delle prospettive economiche da parte del mercato.

Paesi con obiettivi di inflazione

Nel periodo in esame molte banche centrali di economie industriali avanzate con obiettivi quantitativi esplicativi di inflazione hanno proceduto a rialzi dei tassi ufficiali. In alcuni casi, la manovra pare essere stata dettata da un lieve rialzo dell’inflazione generale, in gran parte a causa dei prezzi dell’energia. Per contro, l’inflazione di fondo è rimasta generalmente bassa (grafico IV.7), e in taluni paesi si situava ben al disotto degli obiettivi prefissati.

Queste banche centrali si sono trovate ad affrontare una serie di rischi comuni. Anzitutto, l’incertezza circa l’evoluzione e l’impatto dei corsi energetici accresceva i timori per la stabilità dei prezzi, specie nel caso in cui avessero cominciato ad agire effetti di secondo impatto. In secondo luogo, hanno preoccupato le autorità monetarie le eventuali ripercussioni di un rallentamento imprevisto in due importanti economie trainanti dell’attività economica mondiale, la Cina e gli Stati Uniti. Le potenziali implicazioni sfavorevoli degli ampi e crescenti squilibri esterni a livello internazionale sono state alla base di tali timori (Capitolo V). In terzo luogo, le valutazioni già elevate degli immobili residenziali hanno continuato a salire, raggiungendo livelli che apparivano sempre più insostenibili, con il rischio che si materializzasse uno scenario *boom-bust*. Se da un lato è da considerare positivo il più lento tasso di apprezzamento degli immobili in Australia e nel Regno Unito, dall’altro desta tuttora preoccupazione la continua tendenza al rialzo del rapporto debito/reddito delle famiglie, specie nella prospettiva di un ulteriore inasprimento monetario in alcuni paesi.

Esistono ovviamente differenze tra queste economie. Il grado di inasprimento è stato relativamente maggiore da parte delle banche centrali i cui tassi ufficiali erano scesi quasi ai minimi storici all’inizio del periodo in esame. La Bank of Canada, per esempio, ha effettuato la manovra più ampia, portando il tasso *overnight* dal 2,5% nel settembre 2005 al 4% nell’aprile 2006 in sei tappe successive. Con un’economia prossima ai limiti di capacità e un’inflazione posizionata nella parte superiore della fascia obiettivo, si è ritenuto necessario procedere a una normalizzazione dei tassi ufficiali, nonostante il significativo apprezzamento del dollaro canadese rispetto alla moneta statunitense e il basso livello dell’inflazione di fondo.

Anche le banche centrali di Norvegia e Svezia hanno attuato manovre di inasprimento, ma di ampiezza più modesta. La prima ha effettuato tre rialzi del

I mercati anticipano un aumento dei tassi ufficiali

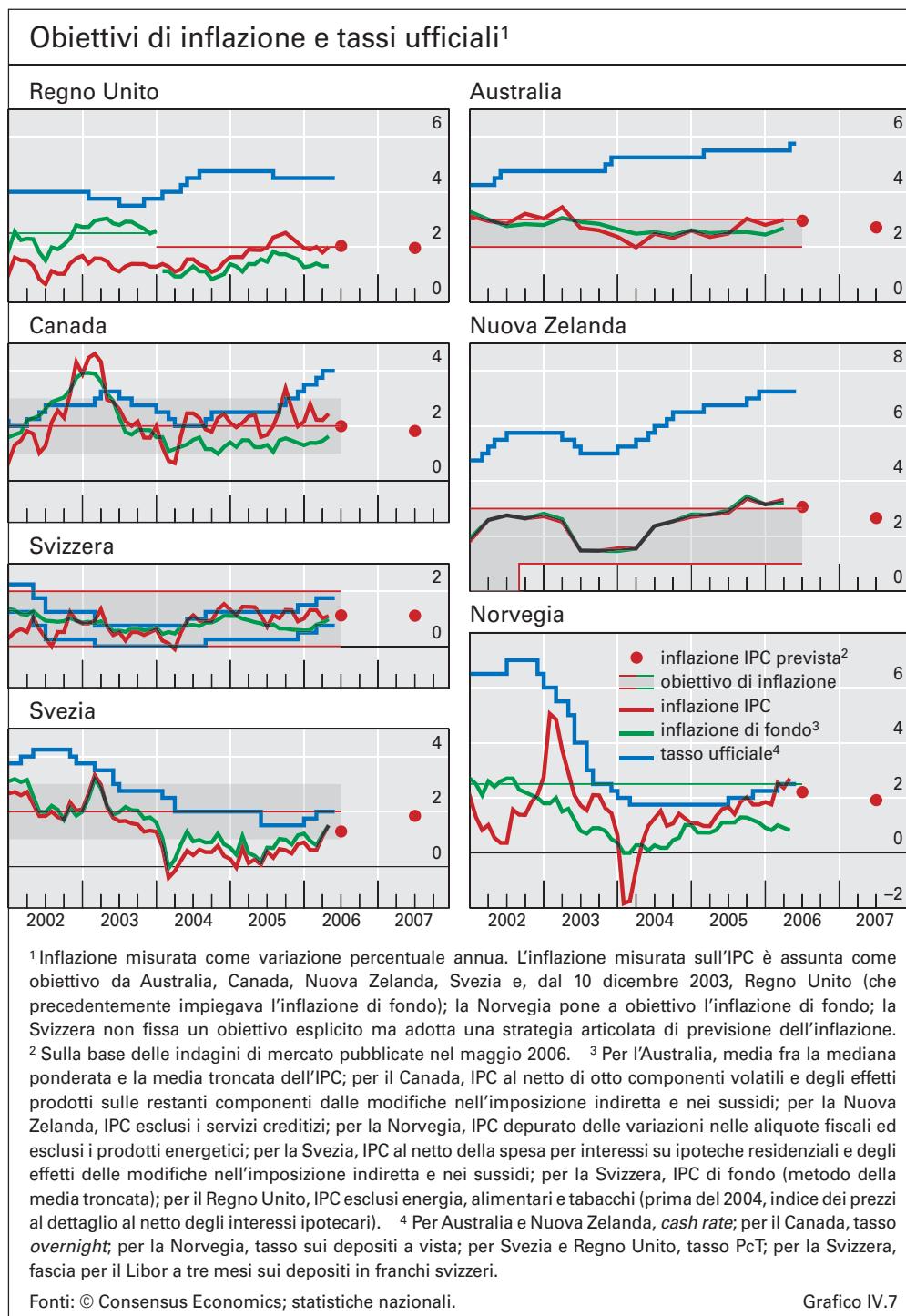
Molte banche centrali innalzano i tassi

Tra i maggiori rischi figurano gli alti corsi dell’energia ...

... gli squilibri mondiali ...

... e gli elevati prezzi delle abitazioni

Il Canada aumenta i tassi a più riprese



In Norvegia, Svezia e Svizzera leggeri rialzi dei tassi ufficiali da livelli bassi

tasso sui depositi a vista, ciascuno di 25 punti base, portandolo al 2,5% nel marzo 2006, in risposta a una forte crescita dell'economia norvegese che è parsa richiedere un indirizzo monetario meno espansivo. Sebbene l'inflazione di fondo sia rimasta ben al disotto dell'obiettivo, l'indice generale dei prezzi al consumo è salito. Inoltre, a partire dal novembre 2005 la banca centrale ha cominciato a pubblicare una proiezione dell'andamento futuro dei tassi ufficiali, sull'esempio della Reserve Bank of New Zealand che nel 1998 aveva iniziato a fornire al pubblico informazioni quantitative prospettiche sul probabile

orientamento monetario. Negli auspici della banca centrale norvegese, la nuova prassi avrebbe dovuto migliorare la prevedibilità e l'efficacia della politica monetaria, fornendo un ancoraggio alle aspettative inflazionistiche. Tuttavia, la banca manifestava anche talune preoccupazioni al riguardo, temendo in particolare che tali proiezioni venissero erroneamente interpretate come un impegno esplicito, in quanto ciò avrebbe potuto complicare la conduzione della politica monetaria. La Sveriges Riksbank ha innalzato il tasso ufficiale al 2% con due ritocchi di 25 punti base ciascuno, in considerazione della dinamica sostenuta di consumi delle famiglie, investimenti aziendali e domanda estera. Nello stesso tempo, l'inflazione sia di fondo che generale si è mantenuta leggermente al disotto del limite inferiore della fascia obiettivo per gran parte del periodo e sono risultate contenute anche le pressioni dal lato dei costi.

La Banca nazionale svizzera, i cui tassi si collocavano inizialmente al livello più basso fra queste economie, ha innalzato la fascia obiettivo di 50 punti base allo 0,75-1,75%. Le autorità hanno ritenuto che la ripresa economica interna si stesse consolidando grazie a una serie di fattori, come la robusta domanda mondiale, una migliorata situazione occupazionale, la più intensa attività di investimento delle imprese e i sostenuti consumi privati. Ciò nondimeno, l'inflazione è rimasta bassa e stabile.

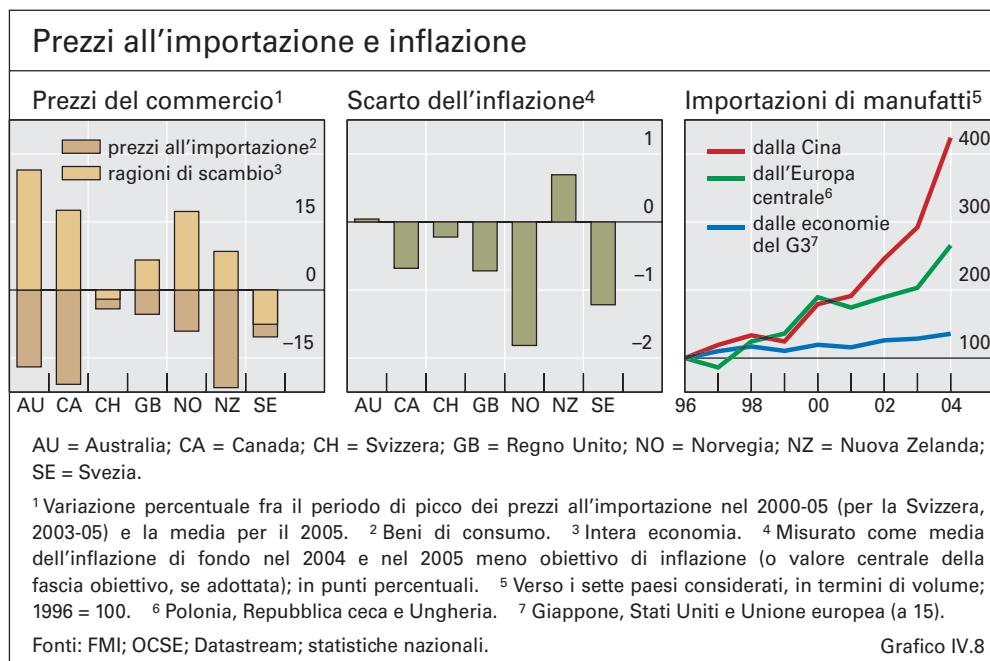
Le banche centrali di paesi che si trovano in una fase più avanzata del ciclo e in cui le condizioni monetarie erano già state considerevolmente inasprite hanno apportato correzioni solo modeste ai tassi ufficiali. La Bank of England è stata l'unica a ridurre il tasso ufficiale, con un taglio di 25 punti base in agosto che lo ha portato al livello del 4,5%, rimasto da allora invariato. La riduzione è stata motivata da una crescita del PIL inferiore al *trend* e da un indebolimento delle condizioni sul mercato del lavoro, che avrebbero potuto far scendere l'inflazione al disotto del livello obiettivo.

Analogamente a quanto è avvenuto in vari altri paesi con obiettivi di inflazione esplicativi, in maggio la Reserve Bank of Australia ha innalzato il tasso ufficiale, di 25 punti base, al 5,75%. Si prevedeva che la crescita sarebbe rallentata leggermente e che il grado di utilizzo della capacità sarebbe rimasto alto. L'inflazione di fondo si è mantenuta moderata, in gran parte per effetto degli impulsi disinflazionistici derivanti dai più stretti legami economici con la Cina, mentre l'inflazione generale si è attestata in prossimità del limite superiore della fascia obiettivo per buona parte del periodo. In Nuova Zelanda la crescita è rallentata, da ritmi peraltro sostenuti, in seguito a un indebolimento dell'attività delle imprese e a segni di raffreddamento del mercato delle abitazioni. Ciò nonostante, l'inflazione ha oltrepassato l'obiettivo, sospinta da persistenti incrementi dei prezzi e pressioni sui costi. La Reserve Bank of New Zealand ha innalzato il *cash rate* ufficiale di 25 punti base sia in ottobre che in dicembre, portandolo al 7,25%, il livello più alto in questo gruppo di paesi industriali avanzati.

L'esperienza di queste due ultime economie mette in risalto un dilemma comune ai paesi ricchi di materie prime che si trovano a dover fronteggiare una combinazione di prezzi crescenti delle attività e delle materie prime. Da un lato, un aumento dei tassi ufficiali potrebbe moderare i fattori interni di

I tassi di Regno Unito, Australia e Nuova Zelanda restano piuttosto alti

Le scelte monetarie sono complicate dai flussi finanziari globali ...



surriscaldamento. Tuttavia, una simile risposta tenderebbe ad attirare flussi di capitali internazionali – non da ultimo attraverso operazioni di *carry trade* (Capitolo V) –, a favorire un apprezzamento del cambio e fors'anche ad aggravare i problemi di bilancia corrente. Ciò accrescerebbe il rischio di afflussi finanziari potenzialmente destabilizzanti. L'esperienza recente della Nuova Zelanda ha mostrato appunto come possano essere dirompenti gli effetti di un'inversione di tali afflussi. D'altra parte, un livello più basso dei tassi ufficiali rischia di far salire i già esuberanti prezzi delle attività, e con essi la probabilità di bolle speculative.

Anche altri influssi di natura globale hanno gravato sulle scelte di politica monetaria di alcuni paesi. In particolare, vi era il timore che l'imprevista persistenza delle pressioni al ribasso sull'inflazione originate dalla concorrenza mondiale nei mercati dei beni di consumo e dei servizi, nonostante gli elevati prezzi dell'energia e delle materie prime, causasse una certa tendenza a mancare per difetto gli obiettivi di inflazione (grafico IV.8). Questi sviluppi positivi dal lato dell'offerta rispecchiavano in ampia misura un importante cambiamento nella struttura delle importazioni, con la Cina e alcune economie di recente industrializzazione dell'Europa centrale e orientale nel ruolo di fornitrici di volumi rapidamente crescenti di manufatti a basso costo.

Simili forze globali hanno consentito di mantenere i tassi ufficiali a livelli più bassi di quanto sarebbe altrimenti avvenuto, ma hanno evidentemente accentuato le preoccupazioni interne causate dai crescenti livelli dei prezzi delle attività e dell'indebitamento, che potrebbero rendere necessari nuovi rialzi dei tassi ufficiali. Nello stesso tempo, una manovra restrittiva accrescerebbe la probabilità di uno scostamento per difetto dall'obiettivo di inflazione. Con un tasso di aumento dei prezzi al limite inferiore dei rispettivi *target*, le banche centrali di Norvegia e Svezia si trovano alle prese con un simile dilemma di politica monetaria già da qualche tempo.

... così come dalle pressioni disinflazionistiche dall'estero

Globalizzazione e politica monetaria

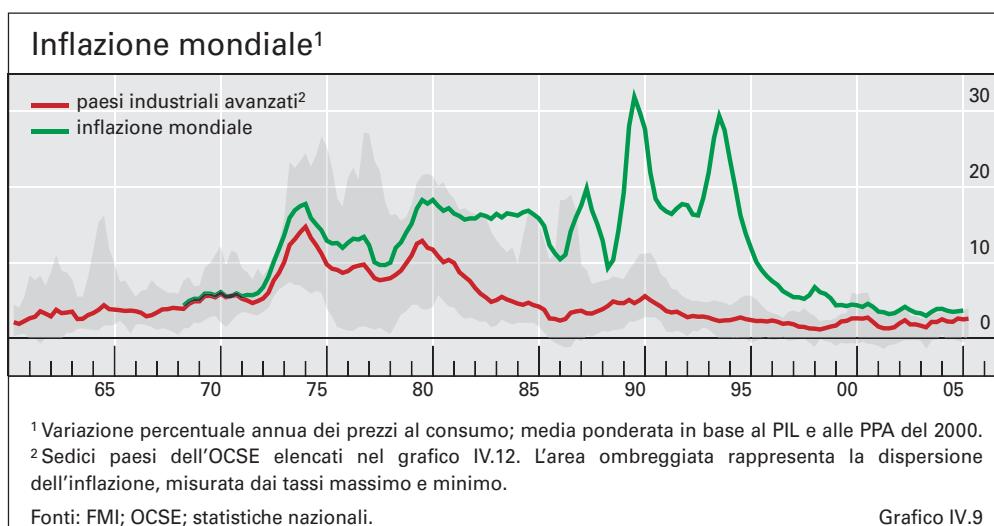
Se nel periodo in esame le banche centrali hanno prestato particolare attenzione a ogni segnale interno di rischio per la stabilità dei prezzi, esse hanno altresì considerato gli sviluppi internazionali come una possibile fonte di pressioni compensative al fine di mantenere un'inflazione bassa e stabile. In effetti, è almeno dalla metà degli anni novanta che le banche centrali assegnano un peso crescente alle potenziali implicazioni per gli andamenti macroeconomici interni, e per l'inflazione in particolare, del processo di integrazione reale e finanziaria dell'economia mondiale ("globalizzazione"). Nei primi anni di quel decennio si avviava risolutamente l'integrazione della Cina, dell'India e dell'ex blocco sovietico nell'economia mondiale, accelerando significativamente la dinamica della globalizzazione. È possibile che questo processo stia contribuendo a moderare le forze inflazionistiche e a tenere sotto più stretto controllo l'andamento dei prezzi? E quali nuove sfide potrebbe ancora comportare per la politica monetaria?

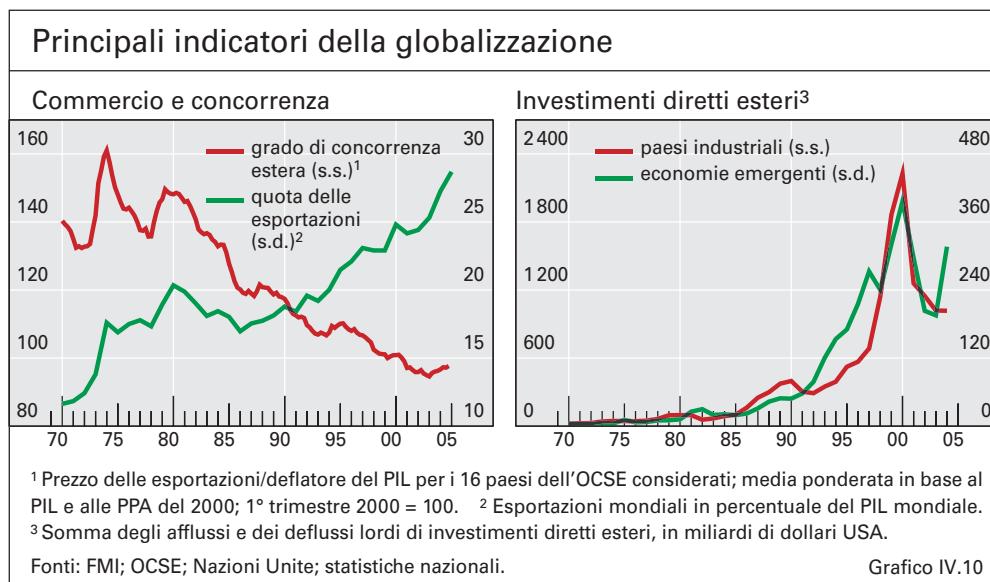
La globalizzazione rende più difficile la conduzione della politica monetaria

Questa sezione approfondisce tali tematiche, esaminando in sequenza: il modo in cui la globalizzazione potrebbe aver accresciuto gli incentivi delle banche centrali ad assicurare la stabilità dei prezzi e la loro capacità di farlo; le alterazioni che potrebbe aver prodotto nel contenuto informativo dei tradizionali parametri di riferimento per l'impostazione della politica monetaria; l'influsso che può aver esercitato sul meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari e sul margine di manovra delle banche centrali. Da ultimo vengono esaminati le sfide e i rischi che si prospettano per il futuro, insieme alle possibili risposte sul piano delle politiche.

Globalizzazione, incentivi delle banche centrali e stabilità dei prezzi

Un aspetto di rilievo del processo disinflazionario mondiale nell'arco degli ultimi due decenni è stata la sua ampiezza (grafico IV.9). Non vi è dubbio che la determinazione delle banche centrali nel combattere la crescita dei prezzi, dopo gli insegnamenti appresi all'epoca della Grande Inflazione, ha costituito un elemento fondamentale alla base di tale processo (si veda la 75^a *Relazione*





annuale). Eppure, le sorprendenti analogie tra i paesi, nonostante la grande disparità esistente negli assetti della politica monetaria, nei regimi di cambio e nella configurazione di altre forze influenti sull'economia, fanno ritenere che vi sia stato anche un importante concorso di altri fattori comuni. Fra questi, la globalizzazione emerge come il candidato naturale.

Vi sono vari modi in cui la globalizzazione può aver aiutato le banche centrali a ridurre e a mantenere bassa l'inflazione. Alcuni sono diretti; ad esempio, la più serrata concorrenza mondiale nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori e i maggiori investimenti all'estero (grafico IV.10) hanno sicuramente influito sul processo di formazione dei salari e dei prezzi e, di conseguenza, sulla dinamica dell'inflazione nei paesi industriali (Capitolo II). Altri canali sono più indiretti e hanno implicazioni meno percettibili, ma probabilmente più durature, che si estrinsecano in gran parte attraverso un rafforzamento degli incentivi delle banche centrali a conseguire e mantenere prezzi stabili. Se ne possono individuare almeno cinque.

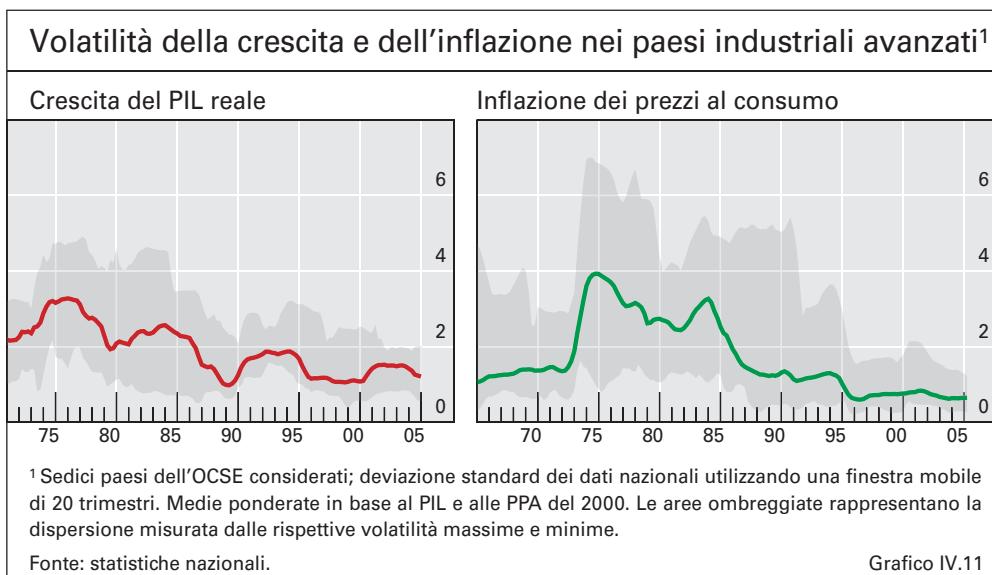
Primo, la globalizzazione può aver ridotto in misura significativa i costi della disinflazione, contribuendo quindi ad accelerarla. Essa ha comportato una serie di sviluppi favorevoli dal lato dell'offerta nei centri di produzione a basso costo in tutto il mondo, che si sono tradotti a un tempo in minori pressioni sui prezzi e in un aumento della produzione. Assecondando questi effetti e contrastando gli influssi sfavorevoli, le banche centrali hanno potuto ridurre opportunisticamente i costi in termini di prodotto e di occupazione della lotta antinflazionistica.

Secondo, mentre i progressi compiuti nella conduzione della politica monetaria hanno certamente promosso una maggiore stabilità del prodotto in molte economie (grafico IV.11), è probabile che questo si debba anche alla globalizzazione. Essa ha ampliato il ventaglio di opzioni che si offrono alle imprese e agli investitori per diversificare i rischi associati a specifici paesi. Inoltre, i canali di offerta mondiali hanno contribuito a mitigare gli effetti dei vincoli di capacità in determinate economie. Nella misura in cui la

La globalizzazione ha influenzato il processo inflativo in vari modi:

abbassando i costi della disinflazione ...

... moderando le oscillazioni cicliche interne ...



globalizzazione ha temperato le oscillazioni del ciclo, essa ha naturalmente favorito anche l'obiettivo della stabilità dei prezzi delle banche centrali.

Terzo, la globalizzazione può aver imposto una maggiore disciplina ai responsabili delle politiche. L'integrazione economica e finanziaria tende di per sé ad accrescere i costi derivanti da più lenti progressi verso il conseguimento di buoni risultati macroeconomici in generale e della stabilità dei prezzi in particolare. Una buona performance significa che maggiori risorse globali confluiscano nella crescita e la sostengono; risultati mediocri implicano viceversa un deflusso, talvolta rapido e destabilizzante, di risorse globali. Le crisi economiche e finanziarie del passato stanno a dimostrare la capacità dei mercati internazionali di penalizzare i paesi le cui politiche sono giudicate poco sane.

Quarto, è possibile che la globalizzazione abbia reso le banche centrali più disposte a tollerare livelli di inflazione molto bassi. Ciò in quanto essa ha anche ridotto i costi che comporta la deflazione. La crescente concorrenza mondiale ha contribuito a rendere più efficienti i mercati dei fattori e dei beni finali. Essa ha inoltre incentivato le riforme istituzionali che promuovono la flessibilità dei mercati, e in particolare quelle destinate a ridurre le rigidità verso il basso dei salari e dei prezzi. Di conseguenza, ha reso meno preoccupante la prospettiva di una modesta deflazione, in gran parte perché anche in quelle circostanze i margini di profitto possono essere mantenuti. A questo riguardo, la Bank of Japan ha recentemente posto in rilievo il grado di flessibilità del mercato quale criterio fondamentale per determinare la fascia di valori dell'inflazione compatibili con la stabilità dei prezzi.

Infine, la globalizzazione può aver agito nel senso di accrescere la credibilità delle banche centrali. Accelerando la disinflazione e controbilanciando altre forze inflative attraverso i summenzionati meccanismi, la globalizzazione può aver rafforzato la fiducia del pubblico nelle credenziali antinflazionistiche delle banche centrali. Ciò a sua volta potrebbe aver favorito un miglior controllo del processo inflazionistico da parte delle autorità monetarie, contribuendo a

... premiando una buona performance economica ...

... riducendo le rigidità verso il basso ...

... e rafforzando la credibilità delle banche centrali

conformare le aspettative di consumatori, lavoratori e investitori a quelle della banca centrale, in un processo che tende ad autorafforzarsi. È presumibile che un simile circolo virtuoso abbia consentito di ancorare più saldamente le aspettative inflazionistiche.

Questo e altri meccanismi potrebbero naturalmente agire in direzione contraria nel caso in cui dovessero seriamente aumentare le resistenze opposte alla globalizzazione. Sebbene non si possa escludere una simile eventualità, finora la tendenza verso una maggiore integrazione mondiale non si è arrestata.

Globalizzazione e tradizionali indicatori di politica monetaria

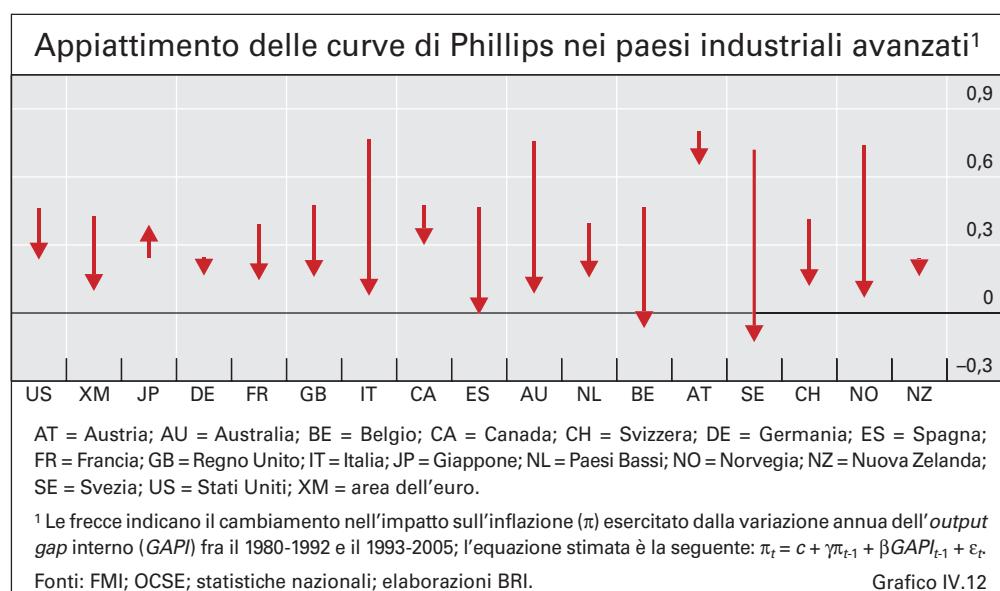
La globalizzazione ha alterato i tradizionali indicatori monetari

Le misure del sottoimpiego interno sono ora meno affidabili

È logico pensare che l'influenza pervasiva della globalizzazione sulle economie nazionali possa aver avuto significative ripercussioni sui tradizionali indicatori della politica monetaria. Le banche centrali fanno affidamento su questi parametri per valutare le pressioni inflazionistiche e impostare il corso della politica monetaria. Tali indicatori comprendono, in particolare, le misure del sottoimpiego interno dei fattori, come lo scostamento del prodotto e della disoccupazione dai valori tendenziali, e il tasso naturale di interesse.

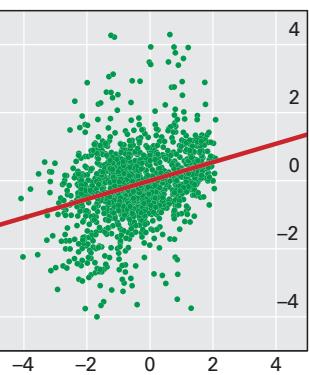
Per quanto concerne il sottoimpiego, pare che sia diminuita la reattività dell'inflazione alle tradizionali misure di utilizzo delle risorse interne. In altri termini, le curve empiriche di Phillips – considerate da molti il riferimento principe delle decisioni di politica monetaria – sembrano essersi appiattite nella maggior parte delle economie (grafico IV.12). Le interpretazioni di questo fenomeno si sono concentrate sui cambiamenti intervenuti nelle strategie monetarie, che ora attribuiscono un'importanza molto maggiore alla stabilità dei prezzi e al solido ancoraggio delle aspettative di inflazione.

Una spiegazione complementare pone l'accento sulla possibilità che in un mondo globalizzato le misure del sottoimpiego a livello internazionale siano divenute più importanti nel determinare l'inflazione di quelle puramente interne. Ciò non significa che gli effetti del sottoimpiego interno sull'inflazione

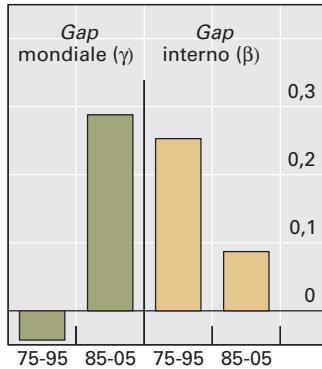


Determinanti mondiali dell'inflazione interna

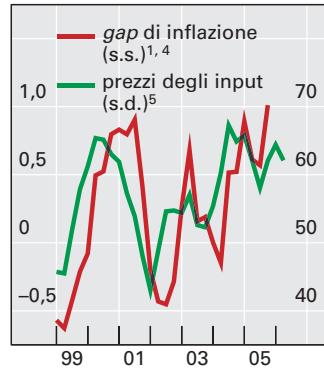
Output gap mondiale^{1, 2}



Variazione della correlazione³



Prezzi degli input e inflazione



¹ In punti percentuali. ² Basato su osservazioni trimestrali per i 16 paesi dell'OCSE considerati, 1985-2005. Gli *output gap* mondiali ponderati per le importazioni (asse delle ascisse) sono raffigurati insieme al *gap* di inflazione (asse delle ordinate), corretto per la posizione ciclica interna. ³ Coefficienti di regressione β e γ per $\pi GAP_t = c + \beta GAPI_{t-1} + \gamma GAPM_{t-1} + \varepsilon_t$, dove πGAP è il *gap* di inflazione (definito alla nota 4), $GAPI$ è l'*output gap* interno e $GAPM$ è l'*output gap* mondiale ponderato per le importazioni; le colonne rappresentano medie semplici per i paesi industriali avanzati. ⁴ Per i 16 paesi dell'OCSE considerati; media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. I *gap* di inflazione nazionali sono definiti come inflazione generale misurata sull'IPC meno tendenza dell'inflazione IPC di fondo. ⁵ Indice composito dei prezzi degli input elaborato da JPMorgan Chase sulla base degli acquisti di beni per l'industria manifatturiera e sulla base dei costi per beni e personale per il settore dei servizi; i valori superiori (inferiori) a 50 indicano un aumento (calo).

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

Grafico IV.13

siano ormai irrilevanti, ma piuttosto che il loro impatto possa essere valutato correttamente solo in una prospettiva più ampia. Sebbene questa trasformazione sia lungi dall'essere completa, non vi è dubbio che la prospettiva internazionale aiuterebbe a interpretare le moderate pressioni dei salari e dei prezzi osservate di recente in alcuni paesi industriali. Nello stesso tempo, l'influsso della globalizzazione potrebbe servire anche a spiegare l'elevato prezzo di taluni fattori produttivi oggetto di estese contrattazioni sui mercati internazionali, come il petrolio e altre materie prime (Capitolo III).

Inoltre, vi sono evidenze statistiche a conferma della tesi di un aumento nel tempo dell'importanza delle misure globali di sottoimpiego come determinanti dell'inflazione interna. In particolare, la correlazione tra la dinamica dei prezzi di beni e servizi interni e le misure dell'*output gap* mondiale è stata positiva e crescente nei paesi industriali avanzati persino quando era diminuita la reattività dell'inflazione interna al sottoimpiego a livello nazionale (grafico IV.13). L'influsso di fattori globali risulta evidente anche più a monte del processo produttivo nella stretta correlazione bivariata tra prezzi globali degli input e inflazione (stesso grafico). I dati empirici confermano che queste due serie di correlazioni si sono manifestate nell'ultimo decennio nel momento in cui si andava intensificando l'integrazione economica internazionale. Benché sia troppo presto per poter dire con esattezza in che modo la globalizzazione stia modificando tutte queste relazioni, il suo impatto sulle dinamiche inflazionistiche interne appare sempre più palese. In prospettiva, fintantoché prosegua la tendenza alla globalizzazione questo influsso è destinato ad aumentare ulteriormente.

Il sottoimpiego globale ha ormai maggiore importanza

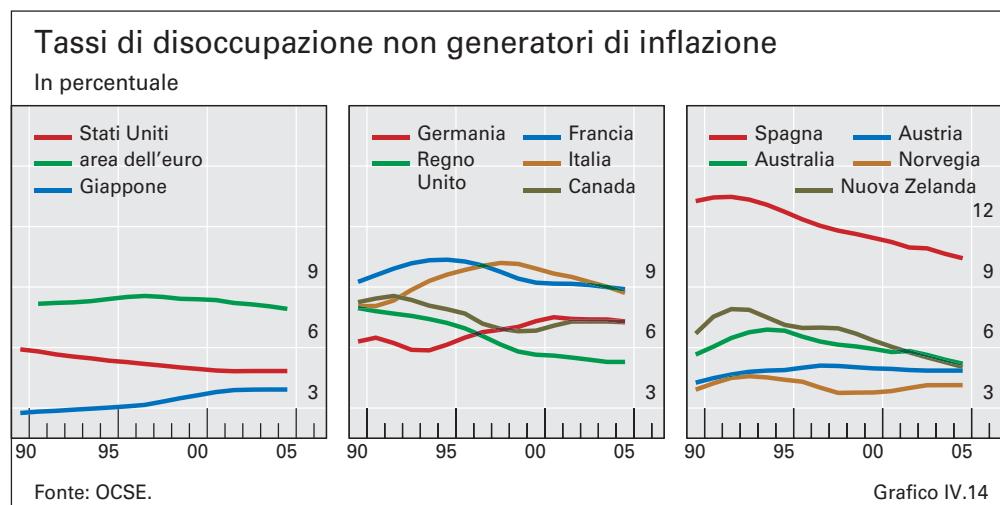
Ripercussioni sulle stime del NAIRU ...

Le implicazioni della globalizzazione per il tasso di disoccupazione non generatore di inflazione (*non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU*) nei paesi industriali avanzati sono più ambigue. Da un lato, l'accresciuta concorrenza estera ha tendenzialmente incentivato la riallocazione di manodopera verso settori che offrono un vantaggio comparato. Ciò tenderebbe ad aumentare il NAIRU, a causa del fenomeno di *churning* dei mercati del lavoro associato alla creazione e distruzione di impieghi. Dall'altro lato, la contendibilità del mercato del lavoro e i flussi migratori hanno probabilmente agito in senso contrario in quanto la manodopera, esposta a una crescente concorrenza, ha moderato le proprie rivendicazioni (Capitolo II). Nel complesso, le recenti evidenze empiriche indicano che, almeno finora, la contendibilità e le migrazioni dovrebbero essere le forze predominanti nei paesi industriali avanzati, contribuendo così ad abbassare il NAIRU (grafico IV.14). Nello stesso tempo, l'impatto netto sui singoli paesi varia probabilmente a seconda del modo in cui i rispettivi mercati del lavoro si sono adeguati al processo di globalizzazione.

... e sul tasso di interesse naturale

È ipotizzabile che la globalizzazione innalzi anche il tasso di interesse naturale di lungo periodo, che può essere definito come tasso ufficiale compatibile con una crescita durevole del prodotto a livello potenziale e quindi con la stabilità dei prezzi a lungo termine in stato stazionario, ossia escludendo gli effetti ciclici. Questa nozione ha acquisito crescente rilevanza nel contesto attuale, dal momento che le banche centrali hanno cominciato a ridurre gradualmente il forte stimolo monetario impartito da tassi di interesse storicamente bassi. Un innalzamento del tasso naturale di lungo periodo è prevedibile in quanto la maggiore integrazione economica e finanziaria dovrebbe promuovere un impiego più efficiente della manodopera e del capitale, accrescendo così i guadagni di produttività e quindi il potenziale di crescita a lungo termine. Nella stessa direzione dovrebbe operare la sensibile espansione delle forze di lavoro globali, in quanto contribuirebbe ad aumentare la redditività marginale del capitale.

Nel contempo, l'impiego delle stime del tasso naturale di lungo periodo come guida per la conduzione delle politiche a breve termine è complicato da due diverse considerazioni, una empirica e l'altra concettuale. Il principale



problema empirico consiste nel fatto che la globalizzazione finanziaria potrebbe anche esercitare effetti al ribasso sui premi al rischio. Nella misura in cui la globalizzazione si è tradotta, nel complesso, in una migliore allocazione dei rischi, i premi per il rischio di interesse tenderebbero a diminuire, specie sugli strumenti a più lungo termine. La variazione dei premi complicherebbe a sua volta le inferenze circa il tasso naturale per quelle banche centrali che si basano sui rendimenti a lungo termine per la relativa stima, come avviene convenzionalmente. Inoltre, potrebbero intervenire anche altri fattori che incidono sui premi al rischio, rendendo la stima ancor più complessa. In tali casi, le implicazioni per il tasso naturale di lungo periodo sarebbero diverse a seconda che le recenti flessioni siano ritenute temporanee ovvero permanenti e a seconda che agiscano in modo differenziato sui tassi ufficiali e sui rendimenti a più lungo termine (Capitolo VI).

... ma i decrescenti premi al rischio tendono ad abbassare le stime convenzionali

Quanto agli aspetti concettuali, mentre si può prevedere che in termini qualitativi il tasso naturale di lungo periodo salga (prescindendo da considerazioni inerenti ai premi al rischio), meno chiaro è l'impatto sul tasso naturale depurato della componente ciclica. Ad esempio, ci si attenderebbe una sua flessione nel caso in cui la crescita dell'offerta superasse quella della domanda nel breve periodo. Ciò implica un contrasto tra l'impatto iniziale e la direzione verso la quale graviterebbero i tassi ufficiali nel medio periodo.

Antinomia tra tasso naturale destagionalizzato e a lungo termine

Globalizzazione, meccanismo di trasmissione e margini di manovra monetaria

Nel considerare il meccanismo di trasmissione dei tassi ufficiali alla domanda aggregata e i margini di manovra nell'impostazione della politica monetaria, quel che conta è ovviamente la dimensione finanziaria della globalizzazione. Benché i suoi effetti non costituiscano un fatto nuovo, essi sono stati particolarmente evidenti in epoca recente.

Per effetto della globalizzazione finanziaria ...

La globalizzazione finanziaria ha indubbiamente accresciuto l'incidenza dei fattori internazionali sui prezzi interni delle attività, indebolendo il nesso fra tassi ufficiali e rendimenti di varie categorie di attività e quindi di spesa. In realtà, l'impatto esercitato sull'inflazione dai tassi ufficiali attraverso le aspettative circa gli effetti dell'azione monetaria potrebbe essersi rafforzato, quantomeno nella misura in cui la globalizzazione ha contribuito ad accrescere la credibilità delle banche centrali. Tuttavia, in un mercato finanziario mondiale integrato i premi al rischio risentono maggiormente di influssi comuni, specie per quanto riguarda le attività a più lunga scadenza. Nel periodo in esame, i cambiamenti intervenuti nella propensione al rischio degli investitori globali e nelle scelte di portafoglio sono stati particolarmente evidenti e hanno interessato i titoli sia pubblici sia societari e persino il settore degli immobili (Capitoli VI e VII).

... potrebbe essersi indebolito il nesso fra tassi ufficiali e prezzi interni delle attività ...

È possibile che la globalizzazione finanziaria abbia anche limitato in certa misura l'autonomia di manovra delle politiche monetarie nazionali. È vero che in un regime di cambi flessibili le banche centrali si riservano la facoltà ultima di determinare i tassi di inflazione interni. Tuttavia, la maggiore reattività dei flussi di capitale ai differenziali di rendimento rende più difficile calibrare i tassi e può accentuare l'antitesi tra gli obiettivi delle politiche, in particolare tra equilibrio interno ed esterno. Ne è un esempio l'esperienza recente di paesi i cui tassi di interesse erano relativamente alti rispetto ai valori internazionali

... e ridotto il margine di manovra delle banche centrali

e che quindi sono divenuti bersaglio di operazioni di *carry trade* (Capitolo V). Le considerazioni di tasso di cambio aumentano, *ceteris paribus*, il costo implicito che deriva dal mantenere i tassi interni isolati da quelli prevalenti nei mercati finanziari mondiali. A livello più strategico, la globalizzazione finanziaria non solo ha posto la questione dei flussi di capitale al centro delle decisioni di politica monetaria, ma ha altresì influito sulla sostenibilità di vari tipi di regimi valutari.

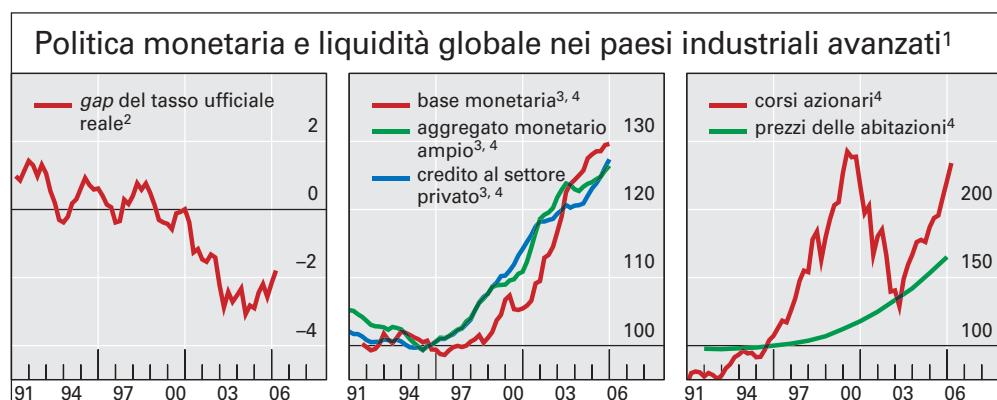
Sfide, rischi e possibili risposte sul piano delle politiche

Le sfide fondamentali riguardano ...

La precedente analisi mostra come la globalizzazione abbia coadiuvato le banche centrali nel ridurre l'inflazione e nell'ancorarla a bassi livelli, comportando tuttavia nuove sfide che meritano di essere considerate attentamente. Una dinamica dei prezzi più contenuta di quanto ci si potrebbe attendere in questa fase del ciclo e il perdurante enigma dei tassi di interesse sono solo alcuni dei recenti indizi di quello che potrebbe essere un contesto monetario sostanzialmente nuovo, plasmato da forze globali. Una questione chiave per le autorità monetarie è quella di stabilire se le vecchie regole del gioco siano state modificate al punto da compromettere la loro capacità di conseguire in futuro gli obiettivi prefissati. Le sfide più immediate originano dal crescente influsso dei fattori globali sulla determinazione dell'inflazione interna e dal rischio di episodi deflazionistici.

... la regolazione della risposta monetaria con indicatori alterati ...

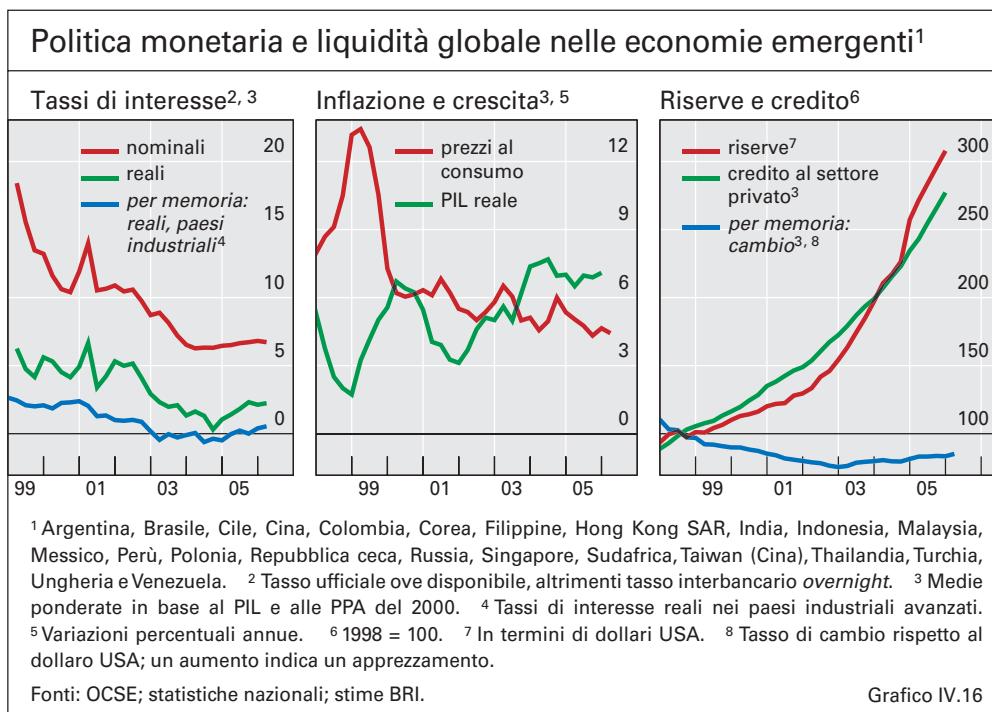
La prima problematica concerne la necessità di incorporare i fattori globali nella valutazione delle pressioni inflazionistiche a *breve termine*. Una valutazione basata esclusivamente sugli indicatori del sottoimpiego interno potrebbe essere fuorviante nella misura in cui non tiene conto del contesto internazionale. Le pressioni inflazionistiche a breve termine sarebbero sottostimate se le condizioni globali fossero più restrittive di quelle interne e viceversa sovrastimate se il sottoimpiego globale compensasse di fatto la restrizione interna. Nella congiuntura attuale, per esempio, tali considerazioni potrebbero aiutare a capire perché i crescenti tassi di utilizzo della capacità



¹ Sedici paesi dell'OCSE considerati; medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2000. ² Definito come tasso ufficiale reale meno tasso naturale. Il tasso reale è dato dal tasso nominale corretto per l'inflazione dei prezzi al consumo su quattro trimestri. Il tasso naturale è definito come media del tasso reale per il periodo 1985-2005 (per il Giappone, 1985-1995; per la Svizzera, 2000-05), più crescita su quattro trimestri del prodotto potenziale, meno la sua media di lungo periodo. Medie trimestrali, in punti percentuali. ³ Rispetto al PIL nominale. ⁴ 1995 = 100.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali; stime BRI.

Grafico IV.15



produttiva interna abbiano coinciso con una sorprendente quiescenza dell'inflazione nei singoli paesi industriali avanzati. Tuttavia, se il margine globale di capacità inutilizzata dovesse scomparire, questi paesi potrebbero trovarsi improvvisamente esposti a significative pressioni inflazionistiche.

Una seconda sfida riguarda più strettamente l'esigenza di incorporare i fattori globali nella valutazione delle prospettive a *medio termine* e quindi degli effetti cumulativi delle politiche nel tempo (grafico IV.15). Se valutati sulla base delle stime tradizionali del tasso naturale di lungo periodo, i tassi ufficiali sono stati eccezionalmente bassi per un periodo insolitamente esteso, e ciò proprio nel momento in cui ci si poteva attendere che i tassi naturali fossero aumentati per effetto del favorevole impatto della globalizzazione sul potenziale di crescita a lungo termine. Si tratta di stabilire se questi protratti scostamenti abbiano effetti indesiderati nel più lungo periodo, contribuendo a un accumulo di squilibri che prima o poi potrebbe avere conseguenze dirompenti. In particolare, i tassi ufficiali insolitamente bassi in gran parte del mondo si sono accompagnati a un'espansione particolarmente forte degli aggregati monetari e creditizi e a un prolungato boom dei prezzi delle attività, specie nei mercati degli immobili residenziali.

... le implicazioni a medio termine degli squilibri finanziari ...

Hanno concorso a questi sviluppi le politiche monetarie sia dei paesi industriali avanzati, sia delle economie emergenti. Stante la globalizzazione finanziaria, le politiche monetarie accomodanti nei paesi industriali avanzati hanno esercitato pressioni al ribasso sulle loro valute e, di conseguenza, pressioni al rialzo su quelle di altri paesi. Nel tentativo di contrastare tali spinte, le economie emergenti sono state spesso indotte a mantenere bassi i tassi di interesse anche quando considerazioni interne avrebbero giustificato un loro aumento. Inoltre, l'azione volta a prevenire un apprezzamento del cambio ha provocato al tempo stesso una rapida espansione delle riserve valutarie (Capitolo V) e degli aggregati monetari e creditizi (grafico IV.16). Come

osservato nel Capitolo III, sussiste il rischio che a un certo punto riemergano in forza pressioni inflazionistiche e/o che la correzione degli squilibri finanziari pregiudichi l'attività economica e sfoci in un'indesiderata disinflazione.

... e la
comprensione dei
potenziali rischi
deflazionistici

Tutto ciò conduce a una terza sfida riguardante la natura del rischio deflazionistico. In un contesto di bassa inflazione la globalizzazione ha evidentemente reso ancor più importante la conoscenza delle forze all'origine delle pressioni deflazionistiche che a tratti potrebbero emergere. Le spinte al ribasso sui prezzi derivanti da sviluppi internazionali favorevoli dal lato dell'offerta aumenterebbero la probabilità di un calo del livello generale dei prezzi ("deflazione"). Tuttavia, come rilevato nella 73^a *Relazione annuale*, una deflazione da offerta sarebbe più verosimilmente accompagnata, a parità di altre condizioni, da una perdurante crescita del prodotto, aumenti dei salari reali, elevati prezzi delle attività e solidi bilanci delle famiglie e delle imprese. I costi di siffatti episodi deflazionistici sarebbero ovviamente molto minori di quelli associati a una deflazione da domanda. In tale contesto, vi è il rischio che senza volerlo le banche centrali si trovino a reagire in misura eccessiva a una minaccia deflazionistica "buona" o quantomeno "benigna". Ciò potrebbe pertanto contribuire a un accumulo di squilibri *boom-bust*, come si è notato in precedenza. Paradossalmente, potrebbe addirittura creare le premesse per una deflazione "cattiva", cui potrebbero far seguito in una fase successiva correzioni disordinate degli squilibri finanziari.

Le banche centrali
potrebbero
migliorare ...

In che modo le banche centrali potrebbero mitigare le sfide poste dalla crescente incidenza dei fattori globali sui risultati interni? Le risposte possibili chiamano in causa il monitoraggio, l'analisi e l'azione multilaterale.

... il monitoraggio
degli sviluppi
esterni ...

Le banche centrali potrebbero porre maggiore enfasi sul monitoraggio degli sviluppi esterni nel quadro delle loro periodiche valutazioni del contesto economico, nell'intento di individuare precocemente le potenziali fonti di problemi globali. Per facilitare questo esercizio, sarebbe forse opportuno attribuire maggior peso di quanto venga fatto attualmente ai dati settoriali per singoli segmenti del mercato. Ciò rispecchierebbe la crescente importanza delle connessioni globali tra linee di prodotto e, *a fortiori*, le pressioni inflazionistiche mondiali che potrebbero emergere da mercati dei fattori più globalizzati. Inoltre, il maggior rilievo attribuito alla tempestività delle segnalazioni e all'accuratezza dei dati in tempo reale consentirebbe di ottenere molti benefici addizionali, specie per quanto riguarda la rilevazione del sottoimpiego a livello internazionale.

... e l'analisi volta a
conoscere i molte-
plici aspetti della
globalizzazione

L'accresciuto risalto dato alla prospettiva globale richiede a sua volta approfondimenti analitici che permettano una migliore comprensione delle dinamiche di un'economia sempre più integrata a livello mondiale. Sarebbe altamente raccomandabile un ulteriore affinamento degli esistenti modelli internazionali del ciclo economico e dell'inflazione. A tal fine, si potrebbero ad esempio ampliare i sistemi analitici per cogliere in modo più accurato i fenomeni di propagazione oltre i confini nazionali, i limiti degli attuali regimi di cambio nell'assicurare l'autonomia degli esiti inflazionistici interni nell'arco di periodi relativamente lunghi e le dinamiche della contendibilità nei mercati del lavoro, dei capitali, dei beni e dei servizi. Con intenti più ambiziosi, varrebbe la pena esplorare maggiormente approcci "dall'alto" in cui le dinamiche

dell'economia globale non sono semplicemente desunte da un'aggregazione "dal basso" dei comportamenti dei singoli paesi. Fra gli obiettivi più auspicabili vi sono inoltre una migliore integrazione e una più sistematica interpretazione delle determinanti reali e finanziarie delle oscillazioni cicliche mondiali. Simili iniziative consentirebbero di chiarire le dimensioni internazionali del meccanismo di trasmissione e le connesse sfide di politica monetaria.

Infine, il crescente impatto della globalizzazione sull'inflazione interna implica che si potrebbero ottenere benefici addizionali attribuendo maggiore rilevanza alle sedi di dibattito comune e alle soluzioni multilaterali. Nella misura in cui i fattori di natura globale stanno svolgendo un ruolo sempre più importante, le risposte a livello di singolo paese potrebbero rivelarsi insufficienti a produrre gli effetti sperati. Da qui l'importanza di pervenire a un consenso multilaterale su diagnosi, soluzioni eventuali e, se possibile, strategie di attuazione.

La globalizzazione
accresce i vantaggi
degli approcci
multilaterali

V. I mercati dei cambi

Aspetti salienti

A caratterizzare i mercati valutari per gran parte del 2005 sono stati il generale apprezzamento del dollaro USA, la stabilità dell'euro e una tendenza perlopiù calante dello yen. Fino a dicembre il dollaro si è apprezzato in misura pronunciata nei confronti di euro, yen e una serie di altre valute fluttuanti, in particolare la sterlina e i dollari australiano e neozelandese. Rispetto alle monete dei paesi emergenti il suo andamento è stato meno uniforme. Le valute asiatiche sono rimaste piuttosto stabili o si sono deprezzate, mentre alcune divise latinoamericane hanno guadagnato terreno. A partire da dicembre la tendenza ascendente del dollaro USA si è parzialmente invertita.

Come negli anni precedenti, tre fattori principali sono stati all'origine dei movimenti dei cambi nel periodo in rassegna. In primo luogo, sullo sfondo di un'ulteriore normalizzazione dei tassi ufficiali nelle principali economie, ma di una liquidità mondiale ancora abbondante, i differenziali di interesse hanno continuato a svolgere un ruolo primario nelle dinamiche valutarie. La "corsa" al rendimento si è spesso tradotta in operazioni di *carry trade*. In secondo luogo, il disavanzo corrente e le passività nette sull'estero degli Stati Uniti sono aumentati ulteriormente, destando però minore interesse rispetto al periodo fra il 2002 e il 2004. Nonostante il crescente onere debitorio, i redditi netti sono rimasti positivi per gran parte del 2005, e ciò ha attenuato le pressioni per un'immediata correzione. Nel capitolo verranno esplorate le dinamiche e le determinanti del conto dei redditi negli Stati Uniti e in altri paesi industriali, e analizzate le possibili implicazioni per la sostenibilità degli squilibri esterni. In terzo luogo, la perdurante accumulazione di riserve in Cina ha limitato il deprezzamento del dollaro sul renminbi. Per contro, in altre economie asiatiche emergenti le riserve sono cresciute più lentamente. Pur avendo riscosso grande attenzione, a metà maggio la modifica della politica valutaria cinese introdotta nel luglio 2005 aveva prodotto influssi solo modesti sui mercati dei cambi.

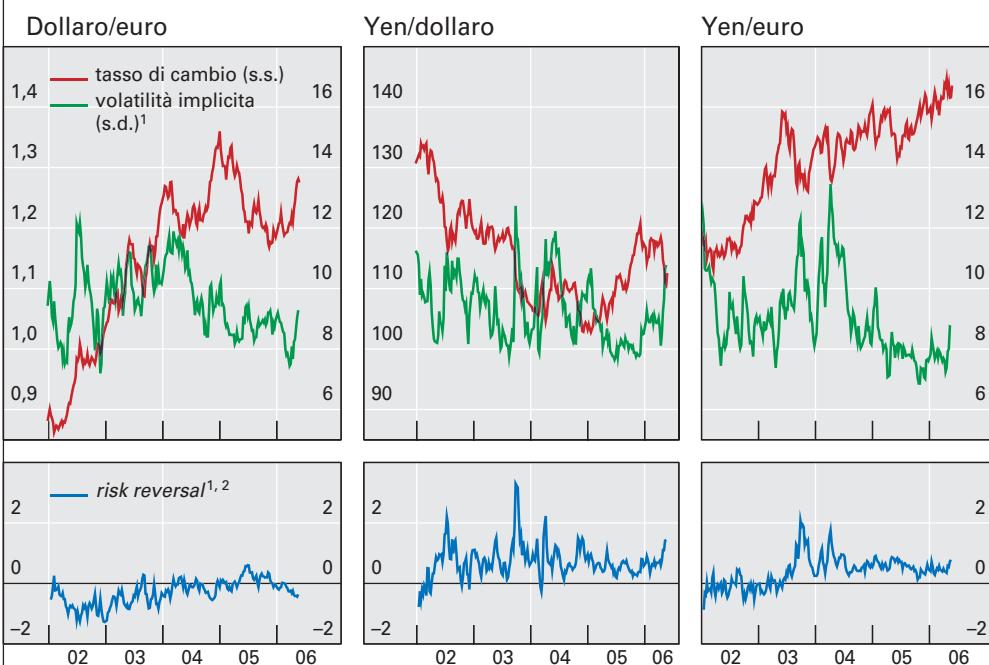
I mercati valutari sono stati caratterizzati da ingenti volumi di scambi e da bassi livelli di volatilità; su alcune piazze minori, tuttavia, quest'ultima ha fatto registrare un netto aumento, specie nel 2006.

Andamenti dei mercati valutari

Generale apprezzamento del dollaro tra febbraio e fine novembre 2005 ...

Il periodo in esame può essere suddiviso in due fasi distinte. Durante la prima – tra febbraio e fine novembre 2005 – il dollaro USA si è generalmente apprezzato, guadagnando il 5% in termini effettivi nominali e rispettivamente il 10 e 15% circa sull'euro e sullo yen (grafico V.1). La moneta statunitense si è rafforzata anche nei confronti di altre valute fluttuanti, in particolare i

Tassi di cambio, volatilità implicite e *risk reversal* di dollaro, euro e yen



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

Fonti: Bloomberg; Dresdner Kleinwort Wasserstein Research; statistiche nazionali.

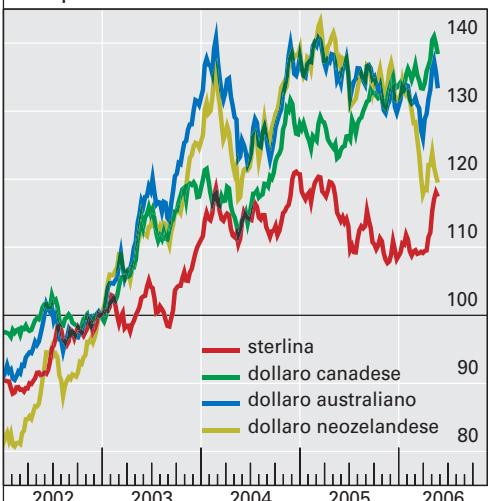
Grafico V.1

dollari australiano e neozelandese, nonché gran parte delle divise europee diverse dall'euro, specie la sterlina (grafico V.2). Il dollaro canadese si è invece apprezzato del 5% rispetto al dollaro USA, discostandosi così dal profilo

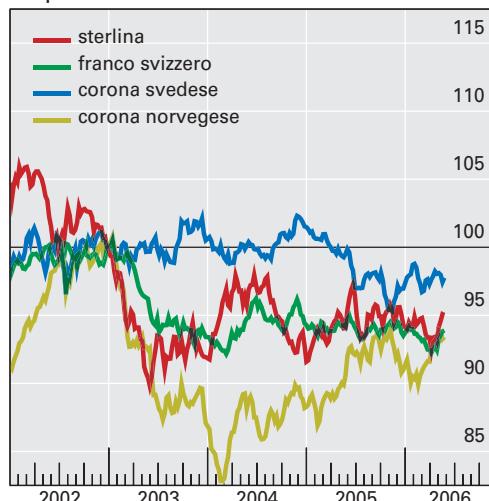
Tassi di cambio di altri paesi industriali

Medie settimanali, fine 2002 = 100

Rispetto al dollaro USA



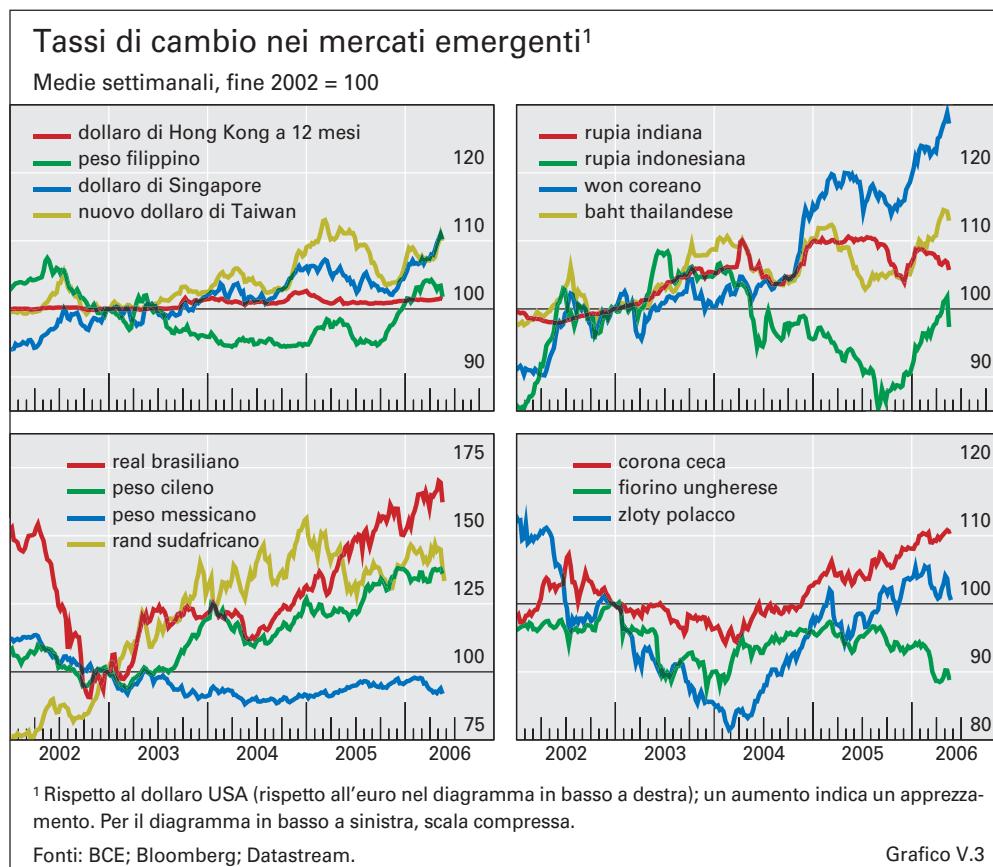
Rispetto all'euro



Nota: un aumento indica un apprezzamento.

Fonte: statistiche nazionali.

Grafico V.2



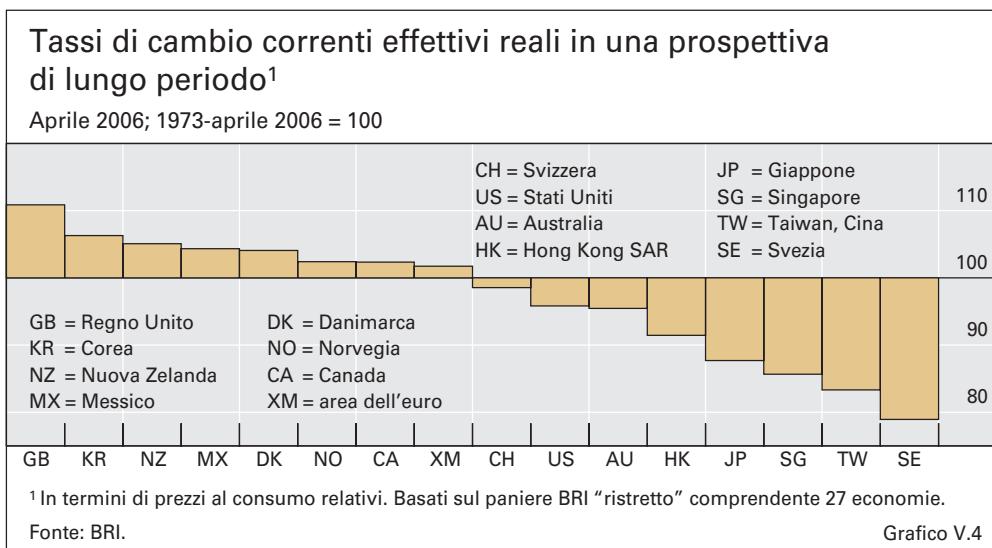
evidenziato in passato, grosso modo sincrono con quello delle divise australiana e neozelandese.

Fino al dicembre 2005 l'euro è rimasto sostanzialmente stabile in termini effettivi nominali. Rispetto allo yen ha teso ad apprezzarsi, mentre in rapporto ad altre monete europee ha seguito una dinamica eterogenea, guadagnando terreno sulla corona svedese, evidenziando tendenze incerte nei confronti del franco svizzero e arretrando leggermente su sterlina e corona norvegese. Lo yen ha mostrato una generale tendenza al deprezzamento, particolarmente marcata nei confronti del dollaro, dell'euro e di gran parte delle valute asiatiche emergenti.

Le monete delle economie emergenti hanno seguito dinamiche meno uniformi. Se alcune di esse – in particolare il baht thailandese, il nuovo dollaro di Taiwan e la rupia indonesiana – si sono deprezzate sostanzialmente rispetto al dollaro USA (grafico V.3), molte divise latinoamericane hanno invece segnato progressi. Il rand sudafricano e le valute dell'Europa orientale hanno mostrato tendenze meno marcate.

Nella seconda fase del periodo in rassegna – tra dicembre 2005 e metà maggio 2006 – il dollaro ha perso terreno rispetto a una serie di valute, deprezzandosi di circa il 9% sullo yen e del 10% su euro e sterlina. L'ampia tendenza al ribasso della moneta giapponese si è arrestata. Come indicato dai *risk reversal*, quest'ultimo sviluppo si è accompagnato a un mutamento delle preferenze degli investitori riguardo al valore futuro del dollaro (grafico V.1). L'euro ha evidenziato una tendenza a rafforzarsi tanto nei confronti di una serie

... parzialmente
riassorbito a partire
dal dicembre 2005



di valute, quanto in termini effettivi nominali. Il dollaro canadese ha continuato la sua generale ascesa.

Durante questa seconda fase le monete di alcuni paesi industriali si sono sensibilmente indebolite. I dollari australiano e neozelandese hanno continuato a calare fino all'aprile 2006. Degno di nota è stato anche lo sganciamento del franco svizzero dall'euro. Per converso, le valute asiatiche emergenti in generale – e in particolare won coreano, rupia indonesiana, baht thailandese, peso filippino e dollaro di Singapore – hanno teso a rafforzarsi notevolmente sul dollaro e, in misura inferiore, sullo yen.

Valutando i livelli attuali dei principali tassi di cambio in una prospettiva di più lungo respiro, vale la pena rilevare che in termini effettivi reali il dollaro e l'euro sono rimasti prossimi alle loro medie di lungo periodo, mentre la sterlina continua a superare tale parametro del 10% circa (grafico V.4). La corona svedese, lo yen e alcune monete asiatiche emergenti si situano invece di oltre il 10% al disotto della propria media storica.

Le condizioni nei mercati valutari

Durante queste due fasi principali di oscillazioni dei cambi la volatilità e l'attività hanno mostrato andamenti in certa misura analoghi. Tra gennaio e novembre 2005, sullo sfondo di un'abbondante liquidità globale, i mercati valutari sono stati relativamente calmi e i volumi scambiati ingenti. La volatilità implicita dei principali tassi di cambio, inferiore rispetto agli anni precedenti, è tendenzialmente calata (grafico V.1). A partire da dicembre la volatilità si è intensificata in alcuni mercati, specie nei segmenti yen/dollaro e yen/euro, a riprova di un aumento del grado di incertezza. Come si dirà più avanti, la maggiore incertezza nei riguardi dello yen è stata innescata dalle speculazioni sull'abbandono della politica di allentamento quantitativo da parte del Giappone e sulle potenziali implicazioni di tale decisione per i mercati dei capitali e per il finanziamento dei *carry trade* in particolare. In alcuni mercati minori l'accresciuta incertezza ha determinato forti deprezzamenti, propagatisi in parte ad altre valute.

Mercati tranquilli, ma attivi

La vivacità degli scambi ha continuato a riflettere i cospicui flussi finanziari provenienti da investitori alla ricerca di maggiori rendimenti su una vasta gamma di divise. Tali strategie hanno inoltre contribuito a spingere verso l'alto le quotazioni sui mercati delle materie prime, che hanno risentito dei crescenti afflussi di fondi investibili sulla scia di una robusta domanda mondiale. Dagli inizi del 2002 gli indici generali dei prezzi delle materie prime sono aumentati di quasi il 10% su base annua. Gli incrementi sono stati persino superiori per merci quali l'oro, le cui quotazioni in termini annualizzati sono salite di circa il 14% tra metà 2001 e settembre 2005. A \$726 per oncia troy, il prezzo dell'oro

Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali							
	In miliardi di dollari USA						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Per memoria: consistenze (dic. 2005)
A tassi di cambio correnti							
Totale	158,8	110,5	356,0	620,0	720,3	421,7	4 170,8
Paesi industriali	59,6	3,1	112,3	218,5	195,5	-22,3	1 292,2
Stati Uniti	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	37,8
Area dell'euro	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-7,3	-13,4	167,3
Giappone	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	828,8
Asia emergente	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	249,9	1 821,6
Cina	10,9	46,6	74,2	116,8	206,6	209,0	818,9
Corea	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	210,0
Filippine	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	15,8
Hong Kong SAR	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	0,7	124,3
India	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	131,0
Indonesia	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	32,8
Malaysia	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	4,3	69,7
Singapore	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	115,3
Taiwan, Cina	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	253,3
Thailandia	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	50,5
Esportatori netti di petrolio ¹	31,9	16,4	18,5	51,2	68,5	83,1	351,8
Messico	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	73,0
Russia	15,8	8,3	11,5	29,1	47,6	55,1	175,9
Venezuela	0,9	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	23,5
Medio Oriente ²	11,0	2,7	2,2	6,8	13,5	12,2	79,5
America latina ³	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	217,2
Argentina	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	22,7
Brasile	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	53,5
Cile	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	16,7
ECO ⁴	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	70,2	335,1
A tassi di cambio costanti di fine 2004							
Totale allocato	230,3	54,5	216,0	341,0	355,7	249,8	2 890,0
Riserve in dollari	100,9	40,1	84,5	263,7	271,3	132,6	1 869,8

¹ Economie con esportazioni nette di petrolio superiori a 0,5 milioni di barili al giorno. ² Esclusi Iran e Iraq. Per l'Arabia Saudita, esclusi gli investimenti in titoli esteri. ³ Paesi elencati più Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁴ Europa centrale e orientale: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Russia, Slovenia e Ungheria.

Fonti: FMI; statistiche nazionali.

Tabella V.1

si collocava a metà maggio 2006 al massimo degli ultimi 25 anni, in rialzo di oltre il 60% dal settembre precedente.

Dinamiche tendenziali delle riserve ufficiali

Le banche centrali hanno continuato ad accumulare riserve valutarie ufficiali per un ingente ammontare (tabella V.1). A differenza degli anni precedenti, quando il forte accumulo aveva interessato diversi paesi asiatici, l'80% dell'espansione registrata in Asia nel 2005 è riconducibile alla sola Cina. Grazie a un ulteriore incremento di \$200 miliardi, a fine 2005 le riserve cinesi superavano \$800 miliardi, pari al 20% del totale mondiale. I paesi esportatori di petrolio hanno anch'essi accumulato riserve a ritmi sostenuti. L'aumento più consistente è stato quello della Russia. In altre economie, in particolare Corea, India, Malaysia e Taiwan (Cina), si è perlopiù osservato un rallentamento.

Prosegue l'accumulo di riserve

Determinanti dei movimenti valutari

Come accennato, alla base dei movimenti dei cambi nel periodo in rassegna sembrano esservi tre importanti fattori. In primo luogo, le prospettive di crescita interna e i differenziali di interesse avrebbero influito sulle divise principali e su parte di quelle emergenti. In secondo luogo, l'ampliarsi dello squilibrio esterno USA ha talora pesato sul dollaro, benché in misura notevolmente inferiore rispetto ad anni precedenti. Infine, le politiche valutarie e gli interventi sui mercati dei cambi nei paesi emergenti – specie quelli asiatici, anche se in misura leggermente diversa che in passato – hanno condizionato ancora una volta gli andamenti delle rispettive valute.

Tre fattori principali alla base delle oscillazioni dei cambi

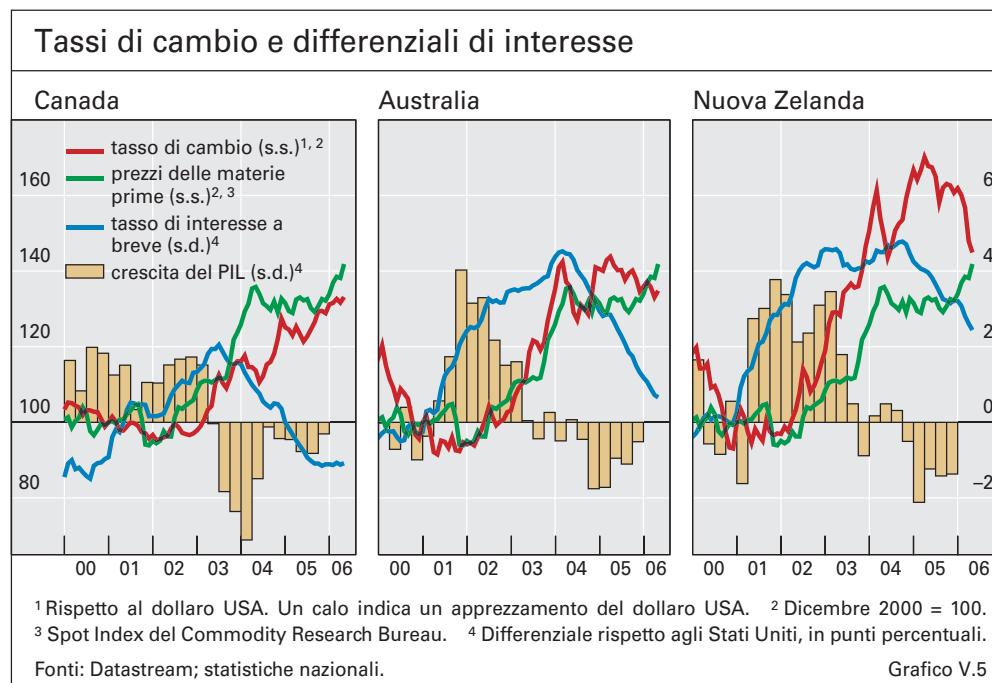
Crescita e differenziali di tasso di interesse

La crescita e i differenziali di tasso di interesse – sia correnti sia attesi – paiono essere stati il principale fattore all'origine dei movimenti dei cambi nell'anno trascorso. Sebbene non vi siano riscontri di una robusta relazione statistica tra differenziali di interesse correnti o attesi e movimenti valutari su un orizzonte lungo, nelle due fasi del periodo in esame è stata osservata una correlazione positiva per alcune coppie valutarie.

In particolare, il rafforzamento del dollaro rispetto all'euro e allo yen per gran parte del 2005 ha rispecchiato l'impatto positivo prodotto dall'ulteriore inasprimento della Federal Reserve sui differenziali di tasso. Analogamente, dopo alcuni anni di forte apprezzamento, diverse valute – soprattutto la sterlina, i dollari australiano e neozelandese e la corona svedese – si sono indebolite nei confronti del dollaro USA allorché gli scarti di rendimento sono divenuti favorevoli agli Stati Uniti. Per contro, in presenza di un differenziale relativamente stabile, il dollaro canadese si è apprezzato su quello statunitense.

I differenziali di tasso di interesse favoriscono il dollaro

Le variazioni dei differenziali avrebbero potuto avere un effetto frenante più marcato sulle divise australiana e neozelandese, e il dollaro canadese non apprezzarsi affatto, se tali valute non avessero beneficiato degli elevati corsi delle materie prime (grafico V.5), i cui rincari hanno esercitato pressioni al rialzo anche sulle monete di altri paesi esportatori, quali Cile e Sudafrica.



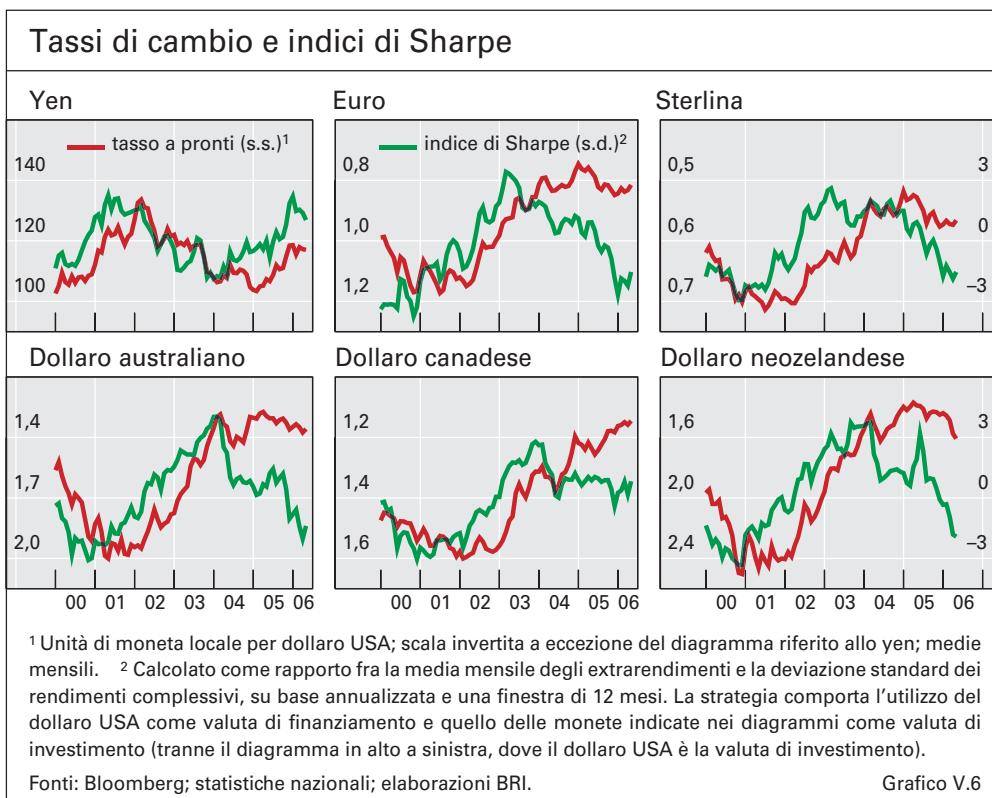
A partire dal dicembre 2005 la parziale inversione della tendenza ascendente del dollaro rispetto all'euro e allo yen ha coinciso con il mutamento delle percezioni riguardo ai cicli della politica monetaria nelle principali economie. In particolare, gli operatori hanno iniziato a scontare un innalzamento dei tassi ufficiali nell'area dell'euro e in Giappone.

La prospettiva di un aumento dei tassi giapponesi e la possibilità di un connesso apprezzamento dello yen hanno destato particolare interesse, specie per quanto attiene alle operazioni di *carry trade*. Tali transazioni consistono nel mutuare fondi in valute a basso rendimento per investirli in altre meglio remunerate, e vengono poste in atto nell'aspettativa che la moneta di investimento non si deprezzi in misura tale da annullare il differenziale positivo di tasso. Come negli anni precedenti, i *carry trade* sono stati utilizzati da diverse categorie di investitori internazionali alla ricerca di rendimenti elevati, creando quindi un importante meccanismo di collegamento fra tassi di interesse e di cambio. Stando a quanto segnalato dagli osservatori, nel 2005 lo yen e il franco svizzero sono state due fra le più importanti valute di finanziamento, mentre il dollaro ha abbandonato questo ruolo per divenire una moneta di investimento man mano che la Federal Reserve proseguiva nella sua stretta monetaria. Durante tale periodo, di fronte al costante aumento dei tassi USA, mutuare fondi in yen per investirli in attività in dollari sembra essere diventato sempre più interessante. Ciò trova una chiara conferma nell'andamento degli indici di Sharpe, che correggono gli extrarendimenti per la loro volatilità (grafico V.6). Inoltre, sempre secondo fonti di mercato, sul finire dell'anno gli operatori avrebbero cominciato a liquidare posizioni corte in yen.

L'effetto della liquidazione dei *carry trade* sulla volatilità del cambio è difficile da prevedere e dipende, fra l'altro, dalla velocità con cui queste posizioni vengono chiuse. In alcuni casi, la loro liquidazione graduale ha modificato sensibilmente i tassi di cambio senza influire in misura particolare

In dicembre destano interesse le prospettive di un rialzo dei tassi giapponesi

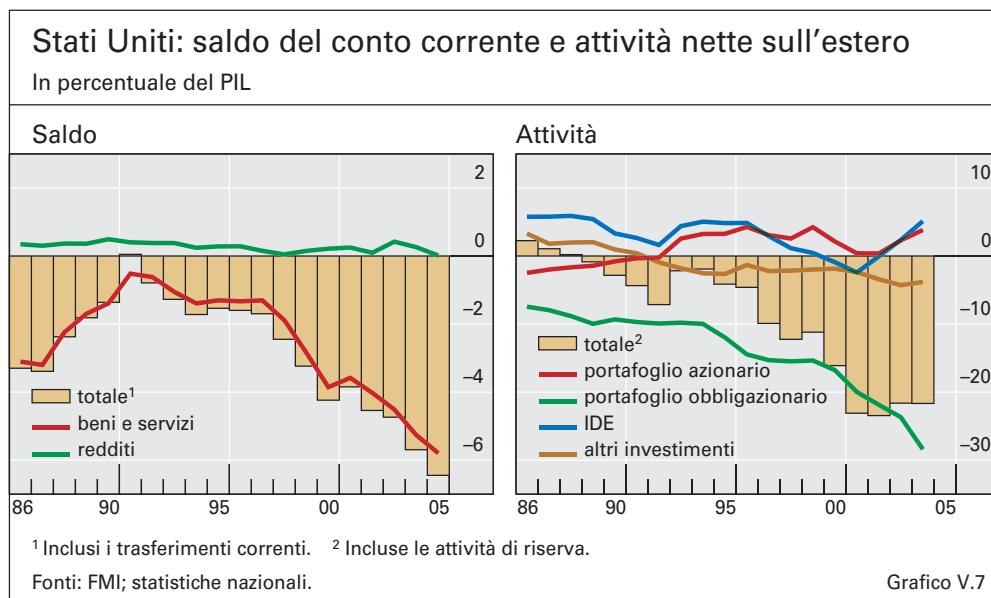
La liquidazione dei *carry trade* causa sporadici picchi di volatilità



sulla volatilità a breve termine. Ne è un esempio il lento calo del dollaro australiano dal marzo 2005, quando i *carry trade* a vento a oggetto tale valuta sono diventati meno appetibili. In altri casi la liquidazione è stata invece repentina, determinando bruschi movimenti dei cambi, poi propagatisi – benché transitoriamente – ad altri mercati. Ai primi di dicembre l'apprezzamento dello yen sul dollaro USA ha innescato una rapida chiusura delle posizioni lunghe sul real brasiliano e sul dollaro neozelandese, deprimendo i loro tassi di cambio. Anche il prezzo dell'oro ne ha risentito. Un esempio ancor più lampante di correzione disordinata intervenuta a seguito della liquidazione di *carry trade* è stato il netto calo della corona islandese nel febbraio 2006, all'indomani della revisione delle prospettive per il rating sovrano dell'Islanda da parte di un'agenzia di valutazione. La chiusura delle posizioni in tale valuta ha determinato nel giro di due giorni un deprezzamento del 10% della corona islandese. Tale evento, che a rigore non avrebbe dovuto influire su altri mercati valutari, si è invece propagato in poche ore alle divise di Australia, Brasile, Nuova Zelanda, Sudafrica e Ungheria, tutte monete ad alto rendimento interessate da operazioni di *carry trade*.

Lo squilibrio esterno statunitense

Nel 2005 lo squilibrio esterno statunitense si è ampliato ulteriormente. Per la prima volta il disavanzo corrente ha raggiunto il 6,4% del PIL e la posizione debitoria netta sull'estero ha probabilmente superato il 25% del prodotto (grafico V.7). Inoltre, nel secondo e nel quarto trimestre 2005 i redditi netti sulla posizione patrimoniale sull'estero statunitense, che risultavano ininterrottamente positivi dalla metà degli anni ottanta, sono passati in negativo.



Gli operatori hanno continuato a reagire alla pubblicazione di dati che mostravano aumenti inaspettatamente forti del disavanzo corrente statunitense nonché, talvolta, alle ingenti correzioni apportate a tali statistiche. Nondimeno, la posizione esterna USA ha destato nell'insieme meno interesse rispetto agli anni precedenti e per gran parte del 2005 la disponibilità del settore privato a finanziare il disavanzo corrente non è diminuita. Ciò è dimostrato dalla mutata composizione degli afflussi finanziari verso gli Stati Uniti, all'interno dei quali è cresciuta la quota dei capitali privati. In particolare, l'incidenza degli investimenti di portafoglio e degli investimenti diretti esteri (IDE) è aumentata in misura significativa. Per contro, è calata sensibilmente la quota ascrivibile alle riserve ufficiali.

Lo squilibrio esterno USA torna in primo piano nel 2006

Tuttavia, il mercato è tornato a focalizzare l'attenzione sullo squilibrio esterno degli Stati Uniti nei primi mesi del 2006, quando, in base ai dati pubblicati, il disavanzo commerciale USA ha raggiunto nuovi picchi e i dibattiti sulla politica valutaria cinese sono venuti alla ribalta. Anche altre valute sono parse risentire degli squilibri esterni: le pressioni in vendita sulla corona islandese fra febbraio e marzo si sono in gran parte propagate alle monete di altri paesi con elevati deficit correnti.

Politiche valutarie in Asia

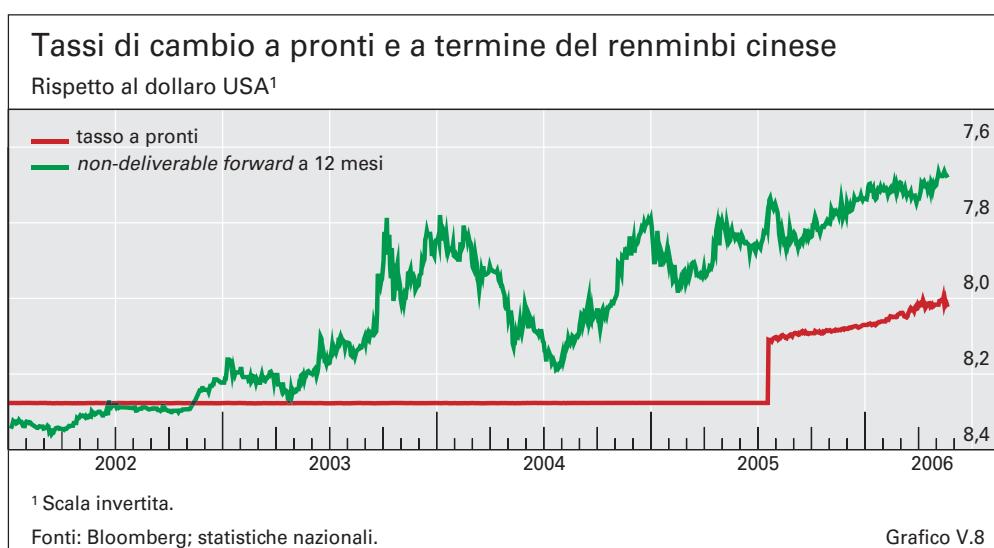
Gli interventi valutari in Asia restano determinanti

L'accumulo di riserve da parte di varie banche centrali, soprattutto dell'Asia, ha influito ancora una volta sui tassi di cambio. Ciò nonostante, rispetto agli anni precedenti, il più pronunciato apprezzamento di diverse valute asiatiche nei confronti del dollaro USA sta a indicare che le maggiori pressioni al rialzo provenienti dai mercati valutari non sono state interamente controbilanciate dalla crescita delle riserve, generalmente più lenta di quanto osservato sinora (tabella V.1).

Nel luglio 2005 la banca centrale della Cina ha annunciato alcune modifiche potenzialmente rilevanti al proprio regime valutario, articolate in tre elementi principali: la rivalutazione immediata del renminbi sul dollaro (2%), la

prosecuzione del regime di fluttuazione controllata, in base al quale il cambio può oscillare entro una banda di $\pm 0,3\%$ intorno alla parità centrale fissata giornalmente, e l'introduzione di un paniere di valute di riferimento; i dettagli relativi a ponderazioni, parità e ampiezza della banda, tuttavia, non sono stati resi noti. Inizialmente non è stata comunicata alcuna modifica al sistema dei controlli sui movimenti di capitali.

Dagli inizi del 2006 le autorità monetarie cinesi hanno annunciato una serie di provvedimenti volti a sviluppare l'infrastruttura dei mercati valutari interni, con l'obiettivo primario di evitare nella misura del possibile oscillazioni disordinate del renminbi una volta che questo sarà lasciato fluttuare più liberamente. Tali misure verranno probabilmente attuate con gradualità. In primo luogo, 13 banche cinesi ed estere sono state autorizzate a operare come *market-maker* sul mercato a pronti del renminbi. In secondo luogo, sono stati ufficialmente introdotti sistemi di *market-making* e di contrattazione fuori borsa (OTC). Queste due misure consentono ai principali partecipanti al mercato interno a pronti del renminbi di operare direttamente fra loro senza dover necessariamente ricorrere al sistema centralizzato di riscontro (*matching*), che continuerà peraltro a funzionare in parallelo. Il nuovo sistema per gli scambi OTC opererà comunque nel contesto del China Foreign Exchange Trade System con il patrocinio della banca centrale. Le maggiori opportunità di contrattazione potrebbero accrescere la flessibilità del cambio. In terzo luogo, la parità centrale del renminbi è ora espressa in funzione della media ponderata delle quotazioni fornite il giorno stesso dai *market-maker* prima dell'inizio delle contrattazioni e non più in base al prezzo di chiusura della giornata operativa precedente. Grazie all'eliminazione di ogni possibile meccanismo di "parità strisciante" (*crawling peg*), il cambio a pronti renminbi/dollaro potrebbe ora variare notevolmente da un giorno all'altro. Infine, le autorità hanno consentito alle istituzioni finanziarie nazionali (come banche, compagnie di assicurazione e gestori di fondi) di investire in titoli esteri nel quadro dello schema Qualified Domestic Institutional Investor.



In luglio questa tornata iniziale di riforme ha influito in misura diversa sulle varie valute. Sulle monete principali gli effetti sono stati assai contenuti; l'unica reazione di rilievo è stato l'apprezzamento del 2% registrato dallo yen rispetto al dollaro nelle prime ore successive all'annuncio. Per contro, in Asia l'impatto è stato maggiore. La conseguenza più immediata è stata la decisione delle autorità malesi di disancorare il ringgit dal dollaro USA per inserirlo in un regime di fluttuazione controllata. Inoltre, gran parte delle valute asiatiche emergenti si è apprezzata del 2% sul dollaro USA.

Con l'introduzione del nuovo regime valutario le pressioni sul renminbi si sono allentate e il cambio con il dollaro è rimasto molto stabile per vari mesi. Solo agli inizi del 2006 sono emersi segnali secondo cui le autorità monetarie cinesi stavano favorendo un apprezzamento del renminbi dopo le rinnovate spinte al rialzo (grafico V.8). Tra inizio anno e metà maggio la valuta ha guadagnato circa l'1% sul dollaro.

Reddito netto e sostenibilità della posizione esterna USA

Malgrado il costante deterioramento del conto corrente e della posizione patrimoniale netta sull'estero osservato fin dai primi anni novanta, negli Stati Uniti il conto dei redditi ha evidenziato un saldo sistematicamente positivo e relativamente stabile in percentuale del PIL, sebbene in due degli ultimi quattro trimestri sia stato segnalato un disavanzo (grafico V.7). Il fatto che i redditi siano rimasti in attivo nonostante un tasso di accumulo delle passività superiore a quello delle attività verso l'estero indicherebbe che la posizione esterna degli Stati Uniti è più sostenibile di quanto non appaia a prima vista. Nel prosieguo di questo capitolo si cercherà di approfondire ulteriormente tale questione, avvalendosi delle esperienze maturate in alcuni paesi industriali allo scopo di meglio chiarire la situazione statunitense.

Andamenti tendenziali e determinanti dei redditi netti

Effetto di composizione ed effetto di rendimento

In termini contabili, il saldo del conto dei redditi USA può essere disaggregato in un effetto di composizione e un effetto di rendimento. Il primo si determina soprattutto perché le attività sull'estero constano in ampia misura di IDE ad alto rischio/rendimento, mentre le passività sull'estero si compongono essenzialmente di investimenti di portafoglio a basso rischio/rendimento (tabella V.2). Il secondo deriva dall'ampio e persistente differenziale di rendimento fra investimenti diretti statunitensi all'estero e investimenti diretti esteri negli Stati Uniti.

Gli Stati Uniti hanno posizioni lunghe in azioni e corte in titoli di debito ...

Un tratto caratteristico della posizione patrimoniale netta sull'estero statunitense – quello che sottende all'effetto di composizione – è l'avere avuto per qualche tempo fra le poste attive posizioni lunghe in azioni e corte in obbligazioni; tali variabili, tuttavia, hanno mostrato tendenze sostanzialmente diverse (grafico V.7). Negli ultimi tre decenni lo stock di attività nette per IDE si è mediamente aggirato intorno al 5% del PIL, anche se nel tempo si sono osservati pronunciati scostamenti da questa media, perlopiù in concomitanza con le oscillazioni degli IDE affluiti agli Stati Uniti. Tale evoluzione è stata controbilanciata dal sensibile aumento del tasso di accumulo delle passività nette per investimenti di portafoglio registrato a partire dalla metà degli anni

Attività e passività statunitensi sull'estero, 2004					
In percentuale					
		Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio azionari	Investimenti di portafoglio obbligazionari	Altri investimenti ¹
Attività ²	Quota sul totale	33,3	25,6	9,3	31,0
	Rendimento	8,6	2,6	4,0	2,2
	In rapporto al PIL	28,0	21,5	7,8	26,1
Passività	Quota sul totale	21,5	16,5	34,0	28,0
	Rendimento	4,3	2,0	4,3	1,7
	In rapporto al PIL	22,9	17,6	36,2	29,9
Attività nette ²	Quota sul totale	22,6	16,9	-125,5	-16,9
	Rendimento	4,3	0,6	-0,3	0,5
	In rapporto al PIL	5,1	3,9	-28,4	-3,8

¹ Includono prestiti, valuta e depositi, crediti commerciali e altre partite attive e passive. ² Comprendono anche le attività di riserva; pertanto, la somma delle singole quote è inferiore a 100.

Fonti: FMI; elaborazioni BRI.

Tabella V.2

novanta. Come verrà illustrato più avanti, non è da escludere che queste tendenze rivestano in prospettiva un ruolo importante.

Stando all'esperienza internazionale, in diverse economie (in particolare Francia, Paesi Bassi, Regno Unito e Stati Uniti) questo profilo da "venture capitalist" – consistente nell'assumere posizioni nette lunghe in azioni e corte in strumenti debitori – si accompagna sistematicamente a un surplus nel conto dei redditi (grafico V.9). È interessante rilevare come il Regno Unito e gli Stati Uniti siano gli unici due paesi nei quali ciò si è verificato in concomitanza con un saldo negativo del conto corrente. Il suddetto profilo non è tuttavia condizione sufficiente né necessaria per conseguire un attivo nel conto dei redditi, ed è quindi improbabile che l'effetto di composizione possa spiegare da solo il persistere di un avanzo nei redditi degli Stati Uniti. Non è sufficiente in quanto vi sono alcuni paesi (quali il Canada e l'Italia) che, pur rientrando in tale casistica, fanno costantemente registrare un disavanzo. E non è necessaria perché altri paesi (Giappone e Svizzera, ad esempio) presentano eccedenze nel conto dei redditi malgrado posizioni nette lunghe in titoli di debito.

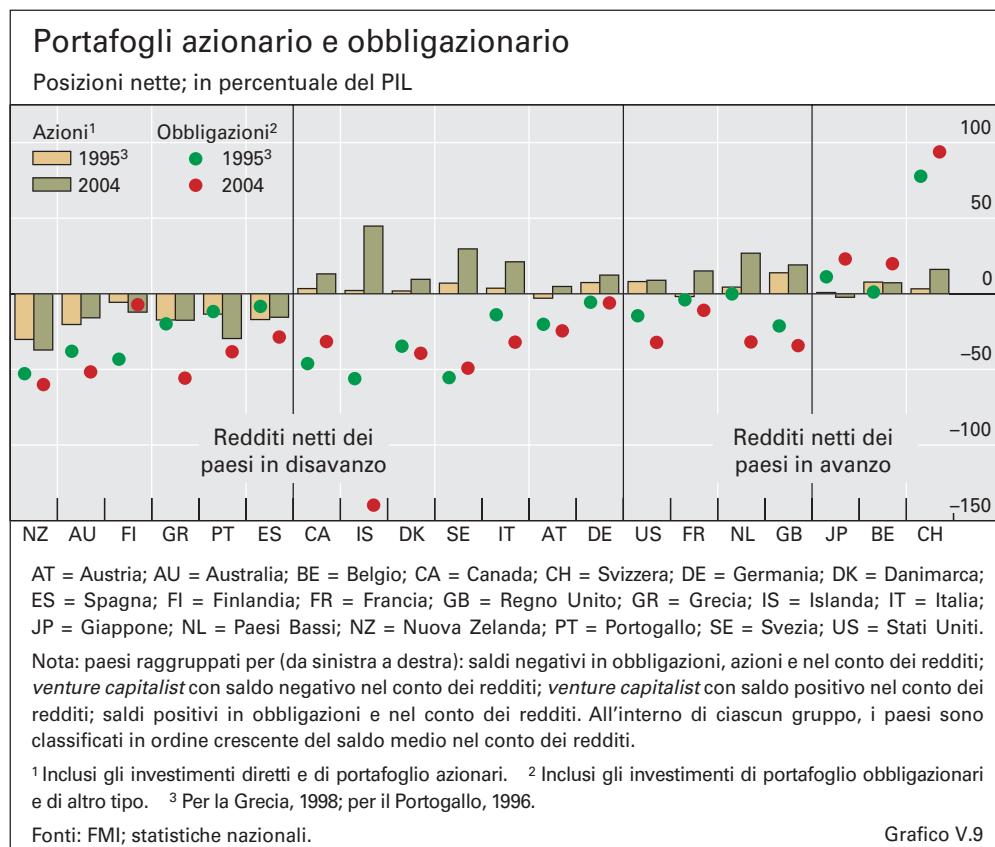
... ma ciò non garantisce il surplus del conto dei redditi

Si è affermato che gli Stati Uniti godono di un vantaggio di rendimento in termini di bassa redditività su alcune delle loro poste passive poiché offrono liquidità e servizi assicurativi preziosi per l'acquirente. Tale argomentazione si attaglia in modo particolare agli investimenti di portafoglio e di altro tipo. Ciò nonostante, lo scarto di rendimento tra attività e passività per queste classi di strumenti è di norma piuttosto contenuto (tabella V.2).

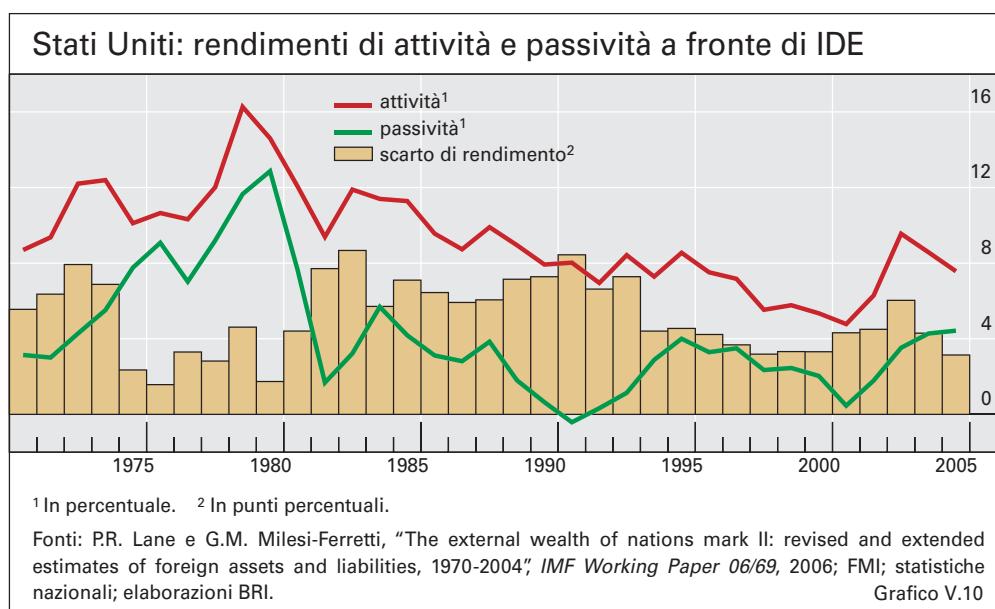
Per gli Stati Uniti l'effetto di rendimento rispecchia in ampia misura il differenziale positivo di interesse tra gli investimenti diretti effettuati all'estero e quelli esteri affluiti al paese, che dagli anni settanta si è mantenuto mediamente in prossimità dei 5 punti percentuali (grafico V.10).

Effetto di rendimento originato dalla bassa redditività degli IDE negli Stati Uniti

L'importanza del vantaggio di rendimento in termini di IDE emerge chiaramente anche per altri paesi che presentano eccedenze nel conto dei



redditi. Tra il 2000 e il 2004 lo scarto medio di rendimento fra IDE attivi e passivi è stato parimenti positivo per Francia, Paesi Bassi, Regno Unito e Svizzera (tabella V.3). In particolare, fin dai primi anni novanta la Francia, il Regno Unito e la Svizzera hanno sempre registrato differenze positive, pari in media a 1, 4 e 2 punti percentuali rispettivamente. È interessante notare come in tutti questi paesi la redditività netta degli IDE abbia apportato il contributo positivo maggiore al saldo dei redditi negli ultimi cinque anni.



Investimenti diretti esteri, 2000-04

In percentuale

	Attività		Passività		Differenza
	Quota sul totale	Rendimento	Quota sul totale	Rendimento	Rendimento
Stati Uniti	33,1	6,8	24,7	2,3	4,5
Paesi Bassi ¹	26,5	6,4	21,6	4,3	2,1
Svizzera ¹	19,0	10,0	12,5	8,0	2,0
Regno Unito ¹	18,8	9,0	10,2	7,1	1,9
Francia	34,1	1,5	22,1	0,5	1,0
Svezia	43,8	5,4	27,1	5,8	-0,3
Portogallo ²	13,5	3,5	16,3	4,1	-0,6
Spagna ¹	29,6	3,6	23,4	4,2	-0,6
Germania ¹	18,3	2,1	16,8	3,0	-1,0
Danimarca	26,5	5,4	23,9	6,5	-1,1
Italia	15,9	2,1	11,0	3,6	-1,5
Grecia	10,2	1,2	10,0	2,6	-1,5
Austria ¹	12,4	7,1	11,3	9,1	-2,0
Islanda ¹	20,4	13,1	6,3	15,3	-2,2
Australia	38,7	5,4	27,6	7,5	-2,2
Giappone	9,5	5,0	3,9	7,5	-2,4
Finlandia ¹	27,8	8,4	11,9	11,5	-3,0
Canada ¹	44,4	3,9	31,0	7,5	-3,6
Nuova Zelanda	21,3	2,4	34,1	8,8	-6,4
Irlanda ³	5,9	8,8	15,6	19,3	-10,5

¹ Le attività e passività per IDE sono segnalate al valore contabile, anziché al valore di mercato. In base alle statistiche nazionali di Francia, Stati Uniti e Svezia, il rapporto fra valore di mercato e valore contabile varia tra 1 1/4 e 1 3/4; di conseguenza, i rendimenti sulle attività e le passività di questi paesi potrebbero essere sovrastimati per un fattore compreso tra questi due valori. ² Stock a costi correnti.

³ 2002-04.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Tabella V.3

Per spiegare lo scarto di rendimento positivo tra gli investimenti diretti statunitensi all'estero e quelli esteri negli Stati Uniti sono state avanzate quattro ipotesi: a) i primi sono più rischiosi dei secondi; b) i residenti statunitensi investono in attività a più alto contenuto di conoscenza (la cosiddetta "materia oscura", come ad esempio proprietà intellettuale e marchi), le quali, benché non quantificate, generano comunque reddito; c) la maturità media degli IDE negli Stati Uniti è ancora relativamente bassa; d) il contesto fiscale incentiva le imprese a ridurre al minimo i redditi dichiarati dalle affiliate USA.

La prima ipotesi, secondo cui gli Stati Uniti godrebbero di un premio al rischio sui loro IDE poiché questi vengono effettuati in paesi comparativamente meno sicuri, trova scarsi riscontri. In effetti, tali IDE affluiscono in gran parte a paesi con merito di credito altrettanto alto: più del 50% si dirige in Europa e un ulteriore 15% in Australia, Canada e Giappone; in direzione opposta, oltre il 70% proviene dall'Europa. Inoltre, gli Stati Uniti non paiono ottenere rendimenti più elevati da investimenti in paesi con una minore valutazione del debito sovrano. Infine, i redditi sugli investimenti diretti statunitensi all'estero non appaiono più volatili – né di conseguenza più rischiosi – di quelli esteri nel paese.

Quattro spiegazioni principali alla base del differenziale:

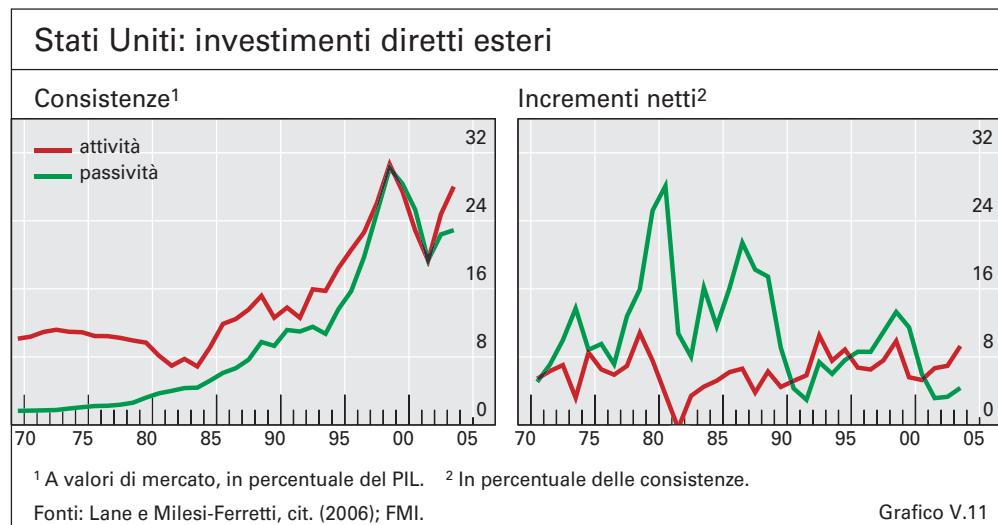
la maggiore rischiosità degli IDE statunitensi ...

... la "materia oscura" ...

L'ipotesi fondata sulla "materia oscura", che ha suscitato notevole interesse di recente, cerca anch'essa di fornire una spiegazione dell'elevata redditività degli IDE statunitensi. Tuttavia, stando ai riscontri internazionali, sarebbe più pertinente chiedersi perché gli investitori esteri ottengano rendimenti così bassi negli Stati Uniti (tabella V.3). Gli investimenti dei residenti statunitensi all'estero producono effettivamente un reddito elevato se paragonato a quello di altre economie. Ciò è tanto più vero se si considera che alcuni paesi misurano le consistenze di IDE non in base al loro valore di mercato ma a quello contabile, il che porta a sovrastimare i rendimenti. Ciò premesso, quel che emerge più chiaramente da un raffronto internazionale è che l'anomalia principale risiede nella redditività degli IDE affluiti agli Stati Uniti, che resta comparativamente bassa anche tenendo conto delle suddette questioni di misurazione. Questo aspetto risulta evidente anche da riscontri a livello micro, secondo cui i rendimenti dei residenti esteri che investono negli Stati Uniti sono esigui anche se rapportati a quelli degli investimenti sull'interno effettuati da imprese USA.

... la relativa maturità degli IDE affluiti agli Stati Uniti ...

Diverse sono le evidenze a sostegno dell'ipotesi secondo cui i redditi prodotti dai nuovi investimenti tenderebbero a crescere nel tempo e gli IDE verso gli Stati Uniti sarebbero relativamente immaturi rispetto a quelli dei residenti statunitensi. Da riscontri effettuati sui bilanci societari si evince che gli utili delle imprese controllate da società estere aumentano nel tempo approssimandosi a quelli delle imprese USA, di riflesso alla più generale correlazione positiva tra profitti e grado di maturità di un investimento rilevata negli studi a livello micro. Inoltre, è ben documentato che, almeno fino agli anni ottanta, in base ai dati di stock gli IDE statunitensi presentavano una maturità più elevata rispetto a quelli affluiti nel paese (grafico V.11). Ciò è in parte riconducibile agli investimenti effettuati dagli Stati Uniti in Europa dopo la seconda guerra mondiale. La rapida progressione degli incrementi netti dello stock di IDE verso gli Stati Uniti osservata negli anni ottanta indica che la loro maturità media potrebbe essere diminuita. In linea con ciò, in quello stesso periodo il differenziale di rendimento sembra in effetti essersi ampliato.



A partire dagli anni ottanta gli stock di attività e passività sono cresciuti a tassi più o meno analoghi, e ciò induce a ritenere che la maturità degli IDE verso gli Stati Uniti si vada mediamente avvicinando a quella degli investimenti diretti USA all'estero. Tale fenomeno implicherebbe un graduale azzeramento dello scarto di rendimento. Tuttavia, sebbene quest'ultimo sia sceso in prossimità della sua media storica, non vi sono indicazioni di un calo in atto, a ulteriore riprova che la maturità relativa può essere solo uno dei fattori alla base del differenziale di rendimento. Inoltre, da un raffronto internazionale non sembra esservi una correlazione robusta tra rendimenti e maturità degli IDE.

Le aliquote fiscali sui redditi societari possono fornire alle imprese di proprietà estera con sede negli Stati Uniti un incentivo a trasferire gli utili al di fuori di questo paese e di conseguenza a segnalare minori flussi di reddito a fronte degli IDE ivi effettuati. L'affiliata USA di una società estera potrebbe trasferire i propri utili alla casa madre ad esempio pagando un prezzo maggiorato per le importazioni dalla casa madre, ovvero applicando nei suoi confronti prezzi all'esportazione ridotti (*transfer pricing*). Il ricorso a tale pratica ridurrebbe i flussi dichiarati di reddito verso i beneficiari di IDE negli Stati Uniti e aumenterebbe il valore degli scambi intragruppo di beni e servizi, senza però influire sul saldo del conto corrente.

... e l'arbitraggio fiscale

Sotto vari aspetti questa quarta ipotesi sembra effettivamente fornire parte della spiegazione ricercata. Evidenze aneddotiche attestano il ricorso al *transfer pricing*, sebbene vi siano scarsi riscontri diretti di un suo impiego per minimizzare l'imposizione fiscale. Inoltre, le partecipate USA hanno un incentivo a trasferire gli utili alle capogruppo estere, che con gli anni sembra divenuto ancora maggiore. Infatti, mentre nelle economie industriali l'aliquota fiscale media per le imprese è diminuita costantemente a partire dalla fine degli anni ottanta, negli Stati Uniti essa è rimasta sostanzialmente invariata ed è oggi fra le più elevate. Le differenze su base bilaterale possono essere molto consistenti e vengono comunemente ritenute uno dei fattori all'origine del rapido incremento dei flussi di IDE verso paesi quali l'Irlanda. Da ultimo, non mancano indicazioni secondo cui l'arbitraggio fiscale influirebbe anche sugli utili reinvestiti segnalati, che rappresentano un'importante componente di reddito per gli IDE statunitensi in dollari, ma non per quelli affluiti agli Stati Uniti.

In sintesi, al di là dell'elevata redditività dei loro investimenti all'estero, gli Stati Uniti traggono principalmente vantaggio dal basso rendimento che gli investitori esteri otterrebbero sugli IDE effettuati nel paese. Le due ipotesi più plausibili riconducono questo minore rendimento al fatto che gli IDE negli Stati Uniti sono relativamente recenti e che, per ragioni fiscali, le capogruppo sono incentivate a minimizzare i redditi dichiarati negli Stati Uniti. Tuttavia, i dati disponibili non sono sufficienti a quantificare l'importanza relativa di questi due fattori.

Sostenibilità della posizione netta sull'estero degli Stati Uniti

Qual è la probabilità che l'impatto negativo dell'ampio disavanzo commerciale sulla posizione esterna statunitense sia in futuro compensato da un avanzo nel

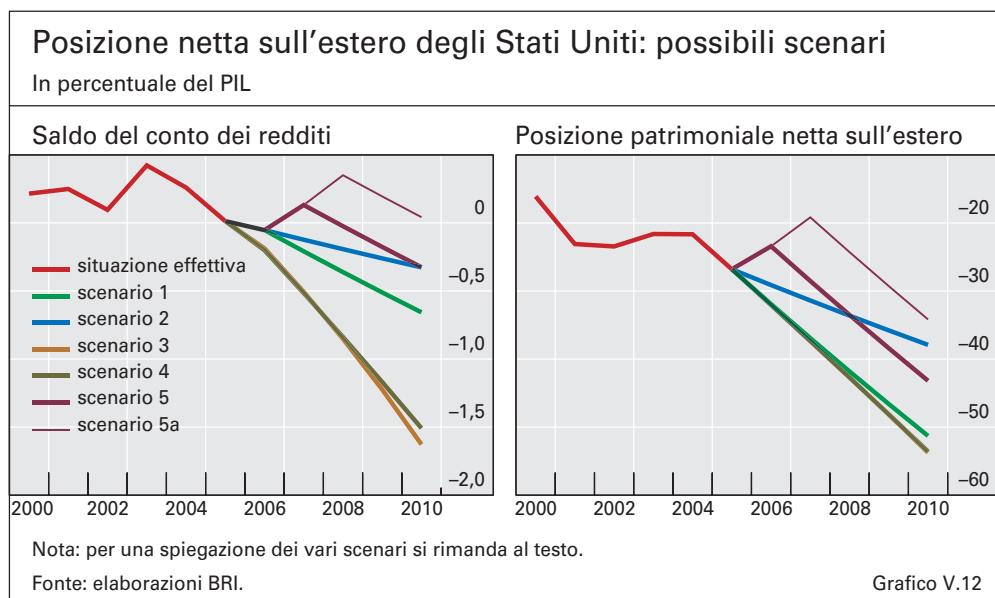
Il conto dei redditi non sembra destinato a rimanere in attivo

conto dei redditi e da effetti di valutazione positivi? I due saldi netti trimestrali negativi del conto dei redditi registrati durante il 2005 stanno a indicare che la posizione sull'estero degli Stati Uniti potrebbe essere prossima al punto in cui i redditi in entrata non sono più sufficienti a controbilanciare quelli in uscita. Più in generale, la risposta a tale quesito dipende dall'andamento dello stock di attività e passività sull'estero, dall'evoluzione dei rendimenti e dalla misura in cui le oscillazioni del cambio e dei prezzi delle attività produrranno effetti di valutazione. La sensibilità della posizione patrimoniale netta e del saldo del conto dei redditi a ciascuno di questi fattori sarà affrontata, nell'ordine, utilizzando cinque scenari.

Quale punto di riferimento per l'analisi, nel primo scenario si ipotizza che le incidenze sul PIL di saldo commerciale, trasferimenti correnti e retribuzioni da lavoro dipendente rimangano costanti rispetto al 2005 e che i rendimenti restino invariati (tabella V.4). La crescita del PIL statunitense in termini nominali viene posta pari al 5,5% l'anno, un valore prossimo all'espansione media rilevata nell'ultimo decennio. Si presume altresì che l'aumento dello stock di attività e passività verso l'estero sia in linea con la crescita nominale del PIL. Inoltre, si effettuano aggiustamenti volti ad assicurare che le variazioni della posizione attiva netta siano coerenti con il valore del saldo del conto corrente in ciascun periodo. In tale scenario, la posizione debitoria aggregata netta sull'estero sale da meno del 25% del prodotto nel 2004 a oltre il 50% entro il 2010 (grafico V.12). Il saldo dei redditi diviene negativo a partire dal 2006 e raggiunge il -0,7% del PIL entro il 2010.

Importanza del disavanzo commerciale ...

Il secondo scenario verifica la sensibilità della posizione esterna USA a un miglioramento del disavanzo commerciale, che costituisce la parte preponderante del passivo corrente. Esso ipotizza che tale disavanzo scenda dal 5,8 al 3% del PIL nel 2006, per poi mantenersi su tale livello. Ciò produce un effetto immediato: rispetto al primo scenario, la posizione debitoria netta sull'estero si deteriora meno rapidamente e nel 2010 permane comunque inferiore al 40% del PIL. Migliora anche il saldo del conto dei redditi, che tocca il -0,3% del PIL entro il 2010.



Posizione esterna degli Stati Uniti

In percentuale del PIL (rendimenti in percentuale)

	2005 ¹	Scenari per il 2010				
		1	2	3	4	5
Ipotesi						
Saldo commerciale	-5,8	-5,8	-3,0	-5,8	-5,8	-5,8
Rendimenti su:						
attività per IDE	7,6	7,6	7,6	7,6	6,1	7,6
passività per IDE	4,4	4,4	4,4	4,4	5,9	4,4
attività per investimenti di portafoglio azionari	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
passività per investimenti di portafoglio azionari	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
attività per investimenti di portafoglio obbligazionari ²	2,7	2,7	2,7	4,7	2,7	2,7
passività per investimenti di portafoglio obbligazionari ²	3,1	3,1	3,1	5,1	3,1	3,1
Risultati						
Saldo del conto dei redditi	0,0	-0,7	-0,3	-1,6	-1,5	-0,3
Posizione patrimoniale netta sull'estero	-26,8	-51,3	-37,9	-53,7	-53,6	-43,2
Attività	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0	93,5
Passività	111,8	136,3	122,9	138,7	138,6	136,7
IDE	4,0	-1,2	1,6	-1,8	-1,7	1,5
Investimenti di portafoglio azionari	3,0	-1,1	1,1	-1,5	-1,5	1,0
Investimenti di portafoglio obbligazionari ²	-35,4	-50,6	-42,3	-52,1	-52,0	-47,5

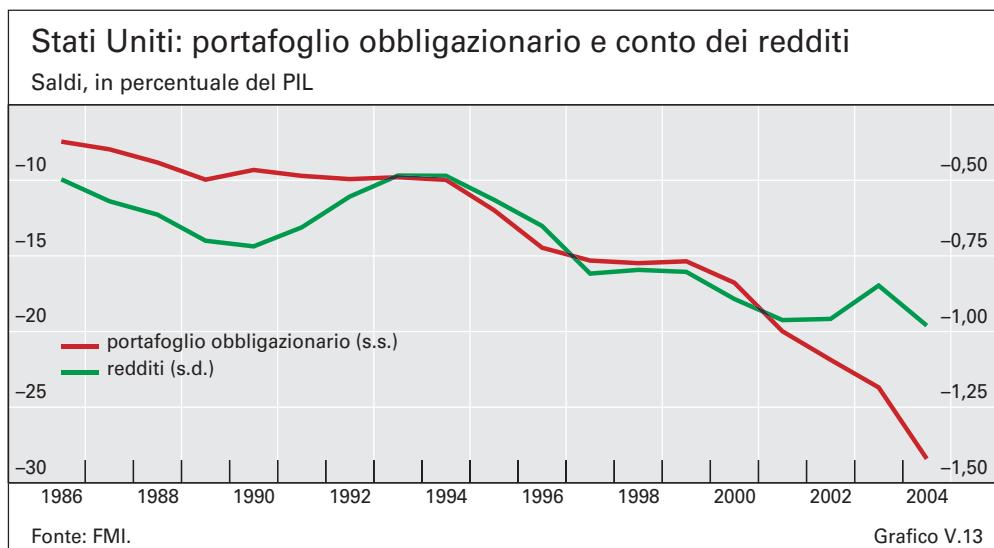
Nota: l'ipotesi secondo cui le consistenze di attività e passività crescono in linea con il PIL nominale garantisce, *ceteris paribus*, che l'incidenza di questi stock sul PIL rimanga costante, ma non che la posizione attiva netta equivalga alla posizione attiva netta del periodo precedente più il saldo corrente ed eventuali effetti di valutazione, in base a un'identità contabile. Per assicurare che questa identità sia rispettata, la differenza tra le posizioni attive nette sull'estero generate dall'assunto di base e dalle relazioni contabili in ciascun periodo è sommata alla posizione attiva netta sull'estero nell'assunto di base. In particolare, tale differenza è ripartita fra le quattro classi di passività in proporzione alla loro quota sul totale nel 2004. Una diversa ripartizione condurrebbe a una diversa evoluzione del saldo del conto dei redditi.

¹ Dati effettivi per: saldo commerciale, saldo dei redditi e rendimenti sulle attività e sulle passività per IDE. Gli altri rendimenti sono espressi ai valori del 2004. ² Comprendono gli investimenti di portafoglio obbligazionari e di altro tipo.

Fonte: elaborazioni BRI.

Tabella V.4

Il terzo scenario considera la sensibilità della posizione esterna alle variazioni dei rendimenti originate dalle oscillazioni dei tassi di interesse. In periodi di tassi ufficiali inferiori alla media, i redditi corrisposti tendono a crescere più lentamente dello stock di passività per investimenti di portafoglio (grafico V.13). Durante un ciclo di inasprimenti monetari, come quello iniziato a metà 2004 negli Stati Uniti, i redditi prodotti da tali classi di attività sono destinati ad aumentare. In prospettiva, inoltre, potrebbero venir meno le spinte al ribasso sui rendimenti causate dalla forte domanda di attività liquide e sicure da parte delle banche centrali asiatiche.



... e dell'evoluzione dei rendimenti

Rispetto al primo, questo scenario ipotizza un aumento dei rendimenti sia sulle attività sia sulle passività del portafoglio titoli pari a 0,4 punti percentuali l'anno fino al 2010. Tale assunto si basa sulla correlazione storica fra tassi di interesse e rendimenti sulle passività USA di portafoglio e gli aumenti del tasso sui *federal fund* osservati sinora. I risultati indicano che una crescita dei rendimenti sul debito mobiliare produce un significativo effetto negativo sul saldo del conto dei redditi, determinando un disavanzo pari all'1,6% del PIL entro il 2010 (rispetto allo 0,7% del primo scenario) e un ulteriore deterioramento della posizione patrimoniale netta sull'estero.

Nel quarto scenario si illustrano gli effetti di un mutamento nella dinamica dei rendimenti sugli IDE. Stando all'analisi che precede, vi sono due fattori che in prospettiva potrebbero risultare rilevanti a questo riguardo. Il primo è che gli IDE affluiti negli Stati Uniti stanno maturando e potrebbero pertanto generare maggiori rendimenti. Il secondo è che le aliquote fiscali cui sono assoggettate le imprese statunitensi sono andate crescendo rispetto a quelle degli altri paesi industriali, e ciò induce a ritenere che gli incentivi a trasferire gli utili al di fuori del paese possano addirittura aumentare, con il rischio di un effetto negativo controbilanciante sui rendimenti degli IDE negli Stati Uniti. Poiché l'analisi non fornisce un'indicazione univoca circa il probabile profilo della redditività degli IDE, si ipotizza uno scenario sfavorevole in cui questa si attestasse gradualmente attorno al 6%, un valore intermedio fra i tassi attivi e passivi osservati nel 2005 e prossimo al rendimento medio sulle attività USA a fronte di IDE tra il 2000 e il 2004. Ne risulta peggiorato sia il saldo dei redditi che quello della posizione esterna in misura analoga a quella del terzo scenario.

Il quinto scenario considera la sensibilità della posizione patrimoniale statunitense sull'estero agli effetti di valutazione. A differenza di quanto avviene in molti altri paesi, le passività USA sono quasi interamente denominate in moneta locale, mentre le attività sono per due terzi in valuta estera. Circa un quarto di queste attività in valuta è denominato in euro, un quarto in altre monete europee come sterlina e franco svizzero e un altro quarto in dollari canadesi, divise caraibiche e yen. La mancata corrispondenza fra le valute di

Anche gli effetti di valutazione potrebbero essere rilevanti

attività e passività, combinata con il grado di leva della posizione sull'estero, fa sì che le oscillazioni del cambio possano divenire un'importante fonte di effetti di valutazione. Storicamente, questi ultimi hanno favorito gli Stati Uniti, col risultato che la posizione attiva netta sull'estero si è deteriorata meno di quanto non indicherebbe di per sé il saldo di parte corrente.

Nel quinto scenario si ipotizza che in virtù dell'effetto di valutazione nel 2006 le attività sull'estero aumentino del 10% in rapporto al PIL. In assenza di stime precise, vi sono almeno due indicatori che possono fornire un'idea della probabile ampiezza delle oscillazioni del cambio necessarie a produrre un effetto di valutazione di questa portata. Primo, il fatto che i due terzi delle attività siano in valuta estera sta a indicare che, a parità di altre condizioni, un deprezzamento uniforme del 15% del dollaro USA sarebbe in linea con l'effetto di valutazione ipotizzato. Secondo, le correlazioni storiche indicano che un aumento del 10% nel valore delle attività USA sull'estero si accompagnerebbe a un deprezzamento del cambio effettivo nominale di circa il 25%.

Rispetto al primo, quest'ultimo scenario dimostra che un effetto positivo di valutazione produce un significativo effetto positivo *una tantum* sulla posizione esterna USA. Nonostante un più rapido deterioramento, il saldo del conto dei redditi nel 2010 risulta essenzialmente in linea con quello ipotizzato nel secondo scenario, che postula un miglioramento del deficit commerciale al 3% del PIL. Tuttavia, nel 2010 la posizione attiva netta peggiora molto di più nel quinto scenario che nel secondo. Lo scenario 5a mostra l'impatto di due effetti consecutivi di valutazione del 10% nel 2006 e 2007. Le conseguenze sono sufficienti ad assicurare che fino al 2010 il saldo del conto dei redditi resti in attivo e che l'incidenza sul PIL delle attività nette sull'estero cali non più di 10 punti percentuali.

In sintesi, per migliorare la posizione esterna degli Stati Uniti sarebbe anzitutto auspicabile un miglioramento del saldo commerciale, che rallenterebbe il deterioramento della posizione attiva netta. Anche gli effetti di valutazione positivi connessi con un deprezzamento del dollaro potrebbero svolgere un ruolo rilevante; tuttavia, a causa del loro effetto *una tantum*, a meno che non si ripetano, essi sono destinati a posticipare più che a compensare definitivamente il peggioramento della posizione esterna. Anche le variazioni dei rendimenti rappresentano un fattore in grado di influire in misura significativa sul saldo dei redditi e sulla posizione patrimoniale netta sull'estero; tuttavia, data la relazione storica fra tassi di interesse e rendimenti del debito, è presumibile che tali variazioni – lungi dal migliorarla – contribuiscano ad aggravare ulteriormente la posizione esterna.

VI. I mercati finanziari

Aspetti salienti

Durante gran parte del 2005 e i primi mesi del 2006 le condizioni nei principali mercati finanziari sono rimaste calme e distese, di riflesso a un andamento sorprendentemente positivo dell'economia mondiale e alla persistente abbondanza di liquidità. L'inasprimento monetario nei paesi industriali avanzati si è tradotto solo gradualmente in un rialzo dei rendimenti a lungo termine. Per la maggior parte del periodo in rassegna l'aumento dei tassi ha avuto scarsi effetti percepibili sui prezzi delle altre attività, anche se a metà maggio 2006 una riconsiderazione dei rischi ha determinato una maggiore volatilità e una brusca caduta dei prezzi azionari e dei mercati del debito dei paesi emergenti.

I corsi azionari e i differenziali di credito, soprattutto in Giappone e in Europa, hanno tratto beneficio dalle revisioni al rialzo delle prospettive di crescita nel 2005 e agli inizi del 2006. La robusta attività economica, pur in presenza di un appiattimento delle curve dei rendimenti, ha indotto numerosi operatori a concludere che il contenuto informativo di tali curve fosse probabilmente diminuito e che sui tassi a lunga potessero pesare fattori diversi dalle prospettive di crescita per il lungo periodo.

Un altro elemento a sostegno dei mercati azionari sono stati i cambiamenti nella struttura finanziaria delle società. Lo scorso anno vi è stato un sensazionale aumento nell'erogazione di dividendi, riacquisti di azioni proprie e operazioni di fusione e acquisizione. I differenziali creditizi sono rimasti stabili nonostante le indicazioni di una risalita degli indici di indebitamento nel settore delle imprese. A mantenere bassi gli spread ha concorso l'elevata propensione al rischio degli investitori. Ciò è risultato particolarmente evidente nei mercati emergenti, dove l'assottigliarsi di questi differenziali nel 2005 e nel primo scorso del 2006 è parso più rapido del miglioramento, pur sempre notevole, delle grandezze fondamentali.

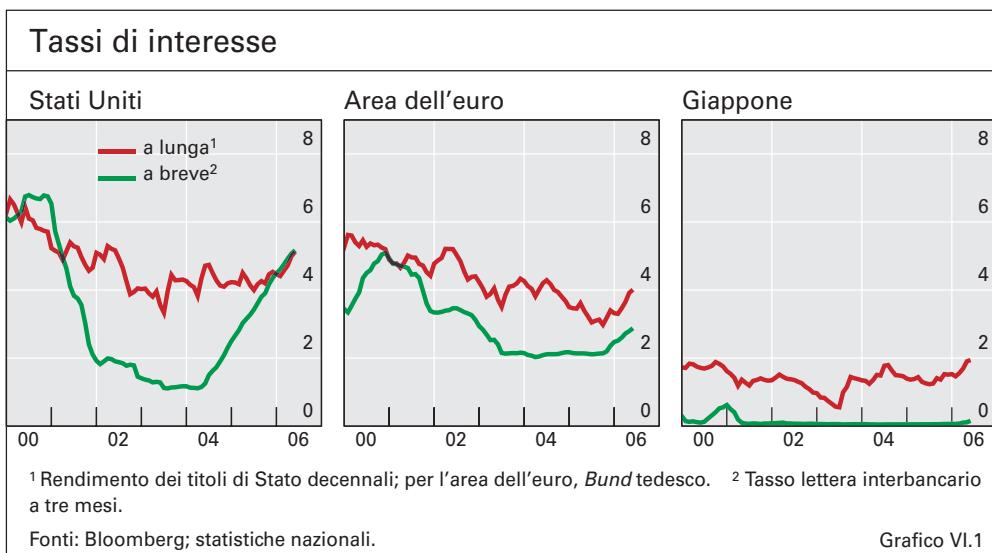
I rendimenti a lungo termine restano bassi

I rendimenti dei titoli pubblici nei paesi sviluppati hanno continuato a situarsi su livelli considerevolmente bassi nel corso del 2005. Ciò è avvenuto nonostante gli ulteriori rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve, i segnali di un'imminente restrizione monetaria nell'area dell'euro e le crescenti attese di una cessazione dell'allentamento quantitativo in Giappone (Capitolo IV).

Nelle economie del G3 i rendimenti a lunga hanno infine cominciato a crescere costantemente a partire da metà gennaio 2006 (grafico VI.1). A quell'epoca sono venuti meno i timori per un indebolimento delle prospettive di

I rendimenti delle obbligazioni a lungo termine restano bassi ...

... prima dell'ondata di vendite agli inizi del 2006

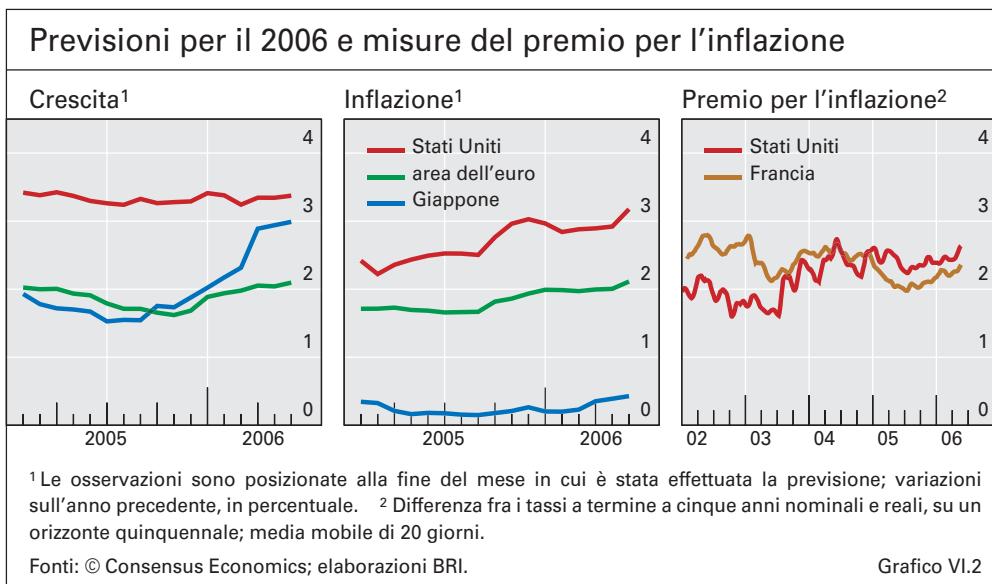


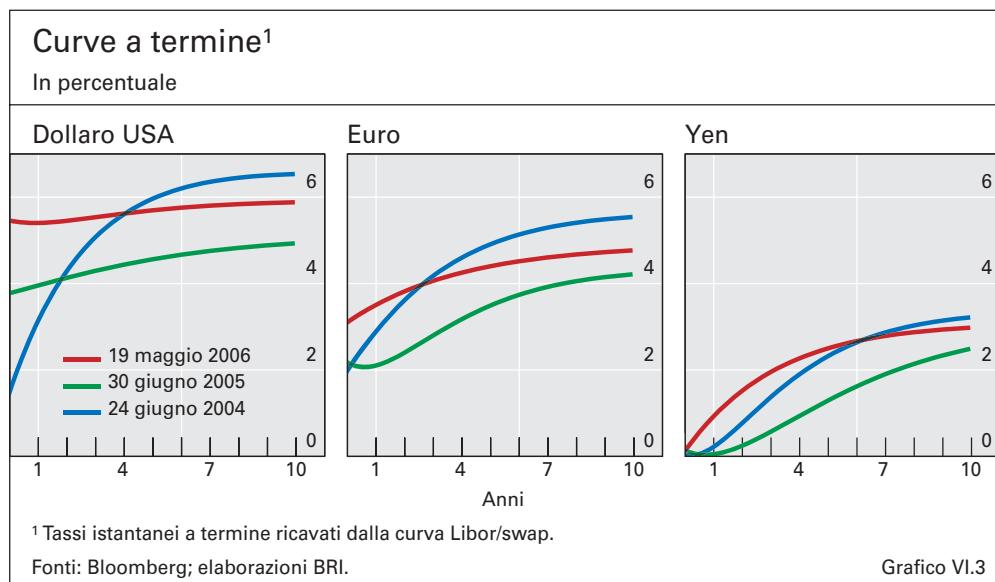
crescita, e le aspettative concernenti il ritmo e l'entità del futuro inasprimento monetario sono state corrette al rialzo. In effetti, nel primo trimestre dell'anno le previsioni di crescita per il 2006 sono state riviste verso l'alto per l'area dell'euro e, in misura alquanto consistente, per il Giappone (grafico VI.2). Le dichiarazioni in senso restrittivo delle banche centrali del G3 hanno dato ulteriore impulso all'ondata di vendite obbligazionarie. Tra il 18 gennaio e il 19 maggio i rendimenti decennali dei titoli del Tesoro statunitense e tedesco sono saliti di circa 80 punti base e quelli giapponesi di circa 50 punti.

Appiattimento delle curve dei rendimenti negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

Il rialzo dei tassi ufficiali e i bassi rendimenti obbligazionari a lungo termine si sono tradotti in un deciso appiattimento della curva dei rendimenti statunitensi per gran parte del periodo in esame. In passato un'inversione della curva si era dimostrata un indicatore relativamente attendibile dell'imminenza di una recessione o di un forte rallentamento (Capitolo IV). Questa volta, invece,

L'appiattimento della curva dei rendimenti non è considerato indice di rallentamento economico





gran parte degli operatori ha interpretato l'inclinazione negativa della struttura per scadenze negli Stati Uniti non come un segnale di decelerazione macroeconomica, bensì come il risultato di fattori indipendenti che hanno pesato sui tassi a lunga (si veda oltre). Da circa 30 punti base a fine giugno 2005 il differenziale fra i tassi a due e a 10 anni è sceso a un livello prossimo allo zero agli inizi di gennaio 2006.

L'impatto
dell'uragano Katrina
è transitorio

I fattori connessi con le prospettive di crescita che hanno effettivamente ridotto i rendimenti statunitensi sono stati soltanto temporanei. Ne è in particolare un esempio l'uragano Katrina alla fine di agosto. All'epoca i tassi a due anni sono diminuiti di quasi 40 punti base nel giro di tre giorni e quelli a più lungo termine di circa 20 punti, poiché gli operatori hanno rivisto drasticamente al ribasso la probabilità attribuita a un innalzamento dei tassi da parte della Federal Reserve. Ciò nonostante, poiché gli effetti sulla crescita e sul conseguente orientamento monetario prodotti da Katrina sono stati molto più contenuti rispetto alle previsioni iniziali, nello spazio di un mese i tassi sia a breve sia a lunga sono tornati sui livelli precedenti l'uragano.

Benché rilevato anche in altri mercati, l'appiattimento della struttura per scadenze non è stato affatto generalizzato. Ad esempio, nell'area dell'euro l'inclinazione della curva è diminuita nel corso del 2005, ma il livello persistentemente basso dei tassi ufficiali ne ha impedito l'inversione (grafico VI.3). In Giappone la pendenza è invece aumentata, dato che i tassi ufficiali sono rimasti prossimi allo zero e i rendimenti a medio termine sono saliti in linea con le crescenti indicazioni di un esaurirsi delle spinte deflazionistiche e con la previsione di un ciclo restrittivo già ben avviato nel giro di qualche anno.

Moderate aspettative di inflazione

Aspettative di
inflazione ancora
basse nonostante il
rincaro dell'energia

Il fatto che i rendimenti a lunga siano rimasti bassi nel 2005 è in parte riconducibile alle aspettative di inflazione a lungo termine, rimaste contenute nonostante la crescita generalmente vivace dell'economia e i continui rincari dell'energia nel periodo in esame. Vero è che in seguito all'uragano Katrina e

ai forti aumenti di prezzo del petrolio raffinato nell'autunno 2005 le previsioni di inflazione a breve termine formulate dagli analisti sono state sensibilmente corrette verso l'alto, soprattutto negli Stati Uniti (grafico VI.2). Tuttavia, le misure del premio per l'inflazione desunte dai rendimenti obbligazionari a termine nominali e reali sono rimaste modeste sulle scadenze più lunghe, riflettendo in parte la perdurante credibilità della politica monetaria (Capitolo IV).

Anche quando i tassi nominali sono aumentati in misura considerevole agli inizi del 2006 il fattore determinante non è stato il cambiamento delle aspettative di inflazione. Comparando i titoli del Tesoro nominali e indicizzati, emerge che quasi i due terzi dell'aumento dei rendimenti nominali USA a 10 anni tra metà gennaio e metà maggio possono essere ricondotti a un incremento dei tassi reali piuttosto che a un maggiore premio per l'inflazione. Nell'area dell'euro quasi nove decimi della crescita dei rendimenti nominali a 10 anni osservata agli inizi del 2006 sono ascrivibili al rialzo dei tassi reali.

I tassi reali salgono più del premio per l'inflazione agli inizi del 2006

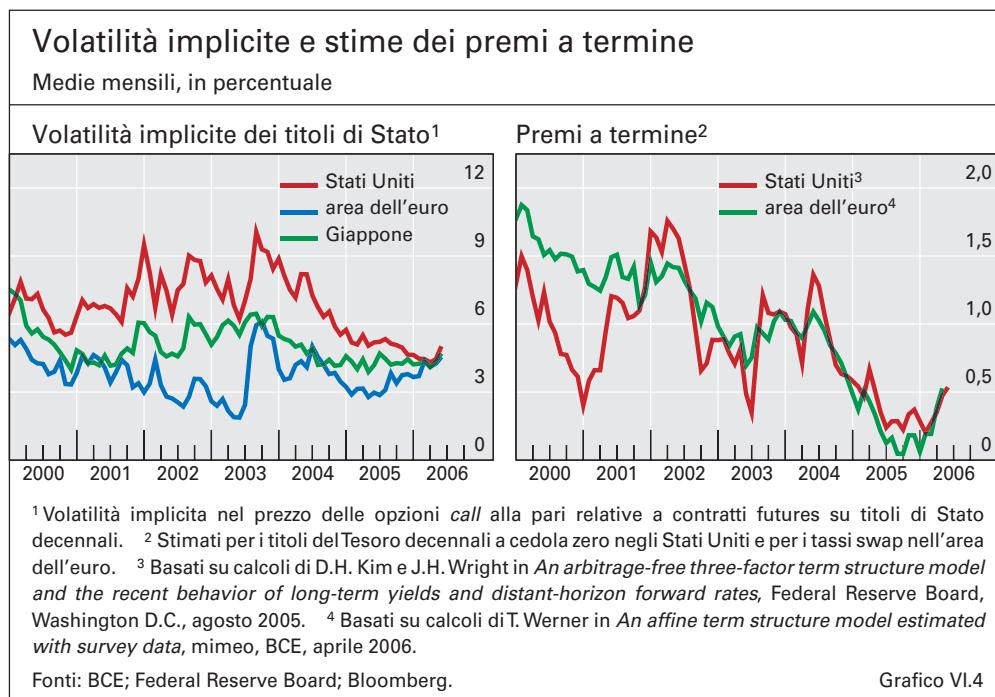
L'effetto piuttosto limitato delle aspettative di inflazione sui rendimenti a lungo termine è confermato anche da altri riscontri. In particolare, su periodi molto brevi i dati inattesi sull'andamento dei prezzi hanno generalmente influito sui tassi a lunga meno delle "sorprese" di altra natura. Ad esempio, il più elevato aumento giornaliero dei rendimenti USA a 10 anni (14 punti base) ha fatto seguito alla pubblicazione da parte dell'Institute for Supply Management di un rapporto inaspettatamente positivo sul settore manifatturiero unitamente ai segnali di un miglioramento del clima di fiducia dei consumatori il 1° luglio 2005. Analogamente, alcune fra le maggiori riduzioni giornaliere dei rendimenti sono avvenute in concomitanza con sorprese negative concernenti la crescita.

Bassi livelli della volatilità e dei premi a termine

I bassi rendimenti a lungo termine e l'appiattimento delle curve potrebbero essere altresì dovuti ai minori premi al rischio per la detenzione di strumenti a lunga scadenza. Le curve dei rendimenti in un dato momento incorporano premi al rischio – spesso definiti "premi a termine" – che generano uno scarto tra i tassi a termine per le varie scadenze e l'andamento dei tassi a breve atteso dagli operatori. Un calo di questi premi potrebbe essere indicativo di una minore percezione del rischio associato all'evoluzione dei tassi a breve nel più lungo periodo e/o di una maggiore propensione degli investitori ad assumere tale rischio.

I minori premi a termine possono spiegare l'appiattimento delle curve

Vi sono effettivamente indicazioni che confermano il ruolo svolto dai minori premi a termine negli ultimi anni. Ad esempio, la volatilità implicita per i tassi a lungo termine è andata di norma calando dalla metà del 2003, e agli inizi del 2006 si collocava su livelli estremamente bassi negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, in linea con i movimenti della volatilità storica osservati nello stesso periodo (grafico VI.4). Fa eccezione il Giappone, dove dal 2005 le volatilità sia effettive sia implicite sono leggermente aumentate sullo sfondo delle aspettative di un rafforzamento della crescita economica e del connesso abbandono della politica di allentamento quantitativo. Anche in tale paese, tuttavia, entrambe sono rimaste ben al disotto dei livelli raggiunti nel 2003 durante la forte ondata di vendite obbligazionarie.



I moderni modelli della struttura per scadenze dei tassi di interesse offrono tecniche che consentono di distinguere, nei rendimenti obbligazionari, la componente dovuta ai premi a termine e quella riconducibile alle aspettative sull'andamento futuro dei tassi di interesse a breve. Secondo le stime aggiornate di una recente pubblicazione del Federal Reserve Board, i premi a termine sulle obbligazioni in dollari USA a 10 anni si sono ridotti di circa 100 punti base tra il momento in cui la Federal Reserve ha iniziato a innalzare i tassi alla metà del 2004 e la fine del 2005 (grafico VI.4). Tale andamento è stato seguito da una correzione solo modesta nei primi mesi del 2006. Un analogo studio della BCE stima un calo di entità pressoché simile dei premi a termine per i tassi in euro a 10 anni. Da entrambe le analisi emerge come la flessione si accentui sulle scadenze più lunghe e risulti quindi in linea con l'apiattimento delle curve osservato nel periodo. È vero che le stime dei premi a termine presentano limiti, quali ad esempio un grado di accuratezza molto incerto e un'elevata sensibilità alle dimensioni del campione e al periodo di osservazione. Nondimeno, numerosi altri studi confermano che vi è stata una certa riduzione di tali premi nel corso degli ultimi anni.

La flessione dei premi a termine potrebbe essere riconducibile alla percezione di una maggiore stabilità delle grandezze macroeconomiche fondamentali, quali l'inflazione e la crescita, e quindi di rischi inferiori connessi alla detenzione di titoli a lunga scadenza. Il calo della volatilità storica per i tassi di interesse a più lungo termine, menzionato in precedenza, è coerente con un basso livello dei rischi. La maggiore trasparenza e credibilità delle politiche monetarie, soprattutto nella misura in cui costituisce il risultato di cambiamenti permanenti nelle procedure operative, potrebbero senz'altro avere svolto un ruolo importante.

È possibile che abbiano influito anche fattori strutturali dal lato della domanda, come gli acquisti di obbligazioni a lungo termine da parte dei fondi

Il calo dei premi a termine è forse dovuto ai migliori fondamentali o a fattori strutturali

pensione e delle compagnie assicurative e l'accumulo di riserve da parte delle banche centrali dell'Est asiatico e di vari paesi esportatori di petrolio. L'entità del contributo di tali fattori di domanda al basso livello dei tassi a lunga ha implicazioni importanti per la conduzione della politica monetaria (Capitolo IV).

Fattori della domanda istituzionale: fondi pensione e compagnie assicurative

Negli anni recenti i progressi in materia di gestione del rischio e le modifiche del quadro contabile e regolamentare in numerosi paesi hanno indotto i fondi pensione e le compagnie di assicurazione a ridurre le asimmetrie di scadenza fra l'attivo e il passivo (Capitolo VII).

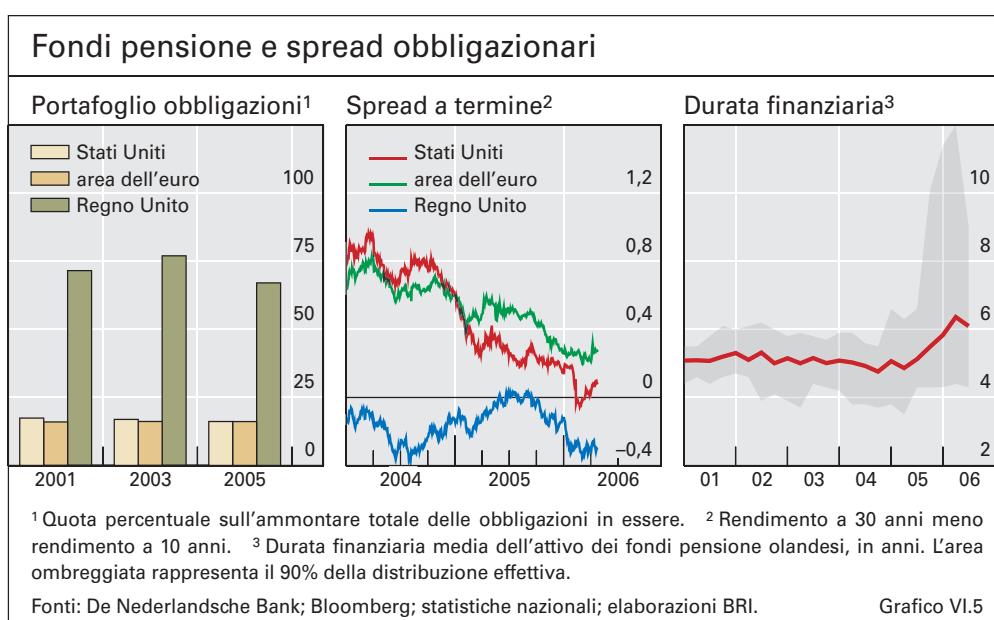
Benché la quota detenuta dai fondi pensione e dalle compagnie assicurative sul totale delle obbligazioni in essere sia rimasta sorprendentemente stabile (grafico VI.5, diagramma di sinistra), il calo del differenziale di rendimento fra i titoli trentennali e quelli decennali in numerose economie avanzate sta a indicare che la composizione di questi portafogli potrebbe essersi modificata a favore di attività a più lunga scadenza (grafico VI.5, diagramma centrale). La ricomposizione sembra essere stata particolarmente rilevante nel Regno Unito, dove i differenziali a termine sono da tempo negativi. Ciò è in linea con le segnalazioni secondo cui i rigorosi requisiti minimi di copertura e l'applicazione del principio contabile FRS 17 hanno determinato consistenti acquisti di obbligazioni a lunghissima scadenza da parte dei fondi pensione britannici al calare dei rendimenti, innescando nuovi ribassi di questi ultimi.

Non è tuttavia chiaro in che misura l'esperienza britannica si possa estendere ad altri paesi, date le differenze che permangono nel quadro contabile e regolamentare e nei livelli di copertura dei fondi pensione. Ad esempio, nei Paesi Bassi la durata finanziaria media delle attività dei fondi pensione è salita da cinque a sei anni e mezzo dopo l'attuazione delle riforme nell'autunno 2004 (grafico VI.5, diagramma di destra), pur essendovi notevoli disparità tra i singoli fondi. Infatti, mentre alcuni hanno quasi raddoppiato la *duration* dell'attivo, altri

La gestione dell'attivo e del passivo ...

... pesa sui rendimenti dei titoli a lunga in sterline ...

... ma ha effetti meno chiari altrove



I'hanno mantenuta pressoché invariata. Ciò potrebbe essere riconducibile al fatto che i livelli di finanziamento del settore pensionistico olandese tendono a essere ben superiori al minimo prescritto, e che quindi i fondi godono di una notevole flessibilità nella gestione del rischio di tasso di interesse.

Nel periodo in esame sono inoltre emerse indicazioni in base alle quali la tendenza verso un assetto più orientato al mercato starebbe perdendo slancio. Il rinvio al 2007 della piena attuazione della riforma pensionistica nei Paesi Bassi potrebbe aver concorso a un modesto calo (pari a metà anno) nella *duration* media delle attività dei fondi pensione del paese. Negli Stati Uniti verso la fine del 2005 è stata approvata dal Congresso una riforma dei requisiti minimi di copertura. Tuttavia, il testo finale è risultato molto meno rigoroso della bozza proposta, e ciò potrebbe avere concorso a far risalire gli spread tra i titoli del Tesoro a 30 e 10 anni nei primi mesi del 2006, in quanto gli operatori che avevano scontato acquisti addizionali di titoli a lungo termine da parte dei fondi pensione avrebbero liquidato le proprie posizioni. Anche l'ascesa dei corsi azionari e dei rendimenti obbligazionari, che ha migliorato almeno temporaneamente la posizione finanziaria di molti fondi pensione, avrebbe ridotto gli incentivi per questi ultimi ad acquistare obbligazioni a lungo termine agli inizi del 2006.

Fattori della domanda estera: riserve asiatiche e petrodollari

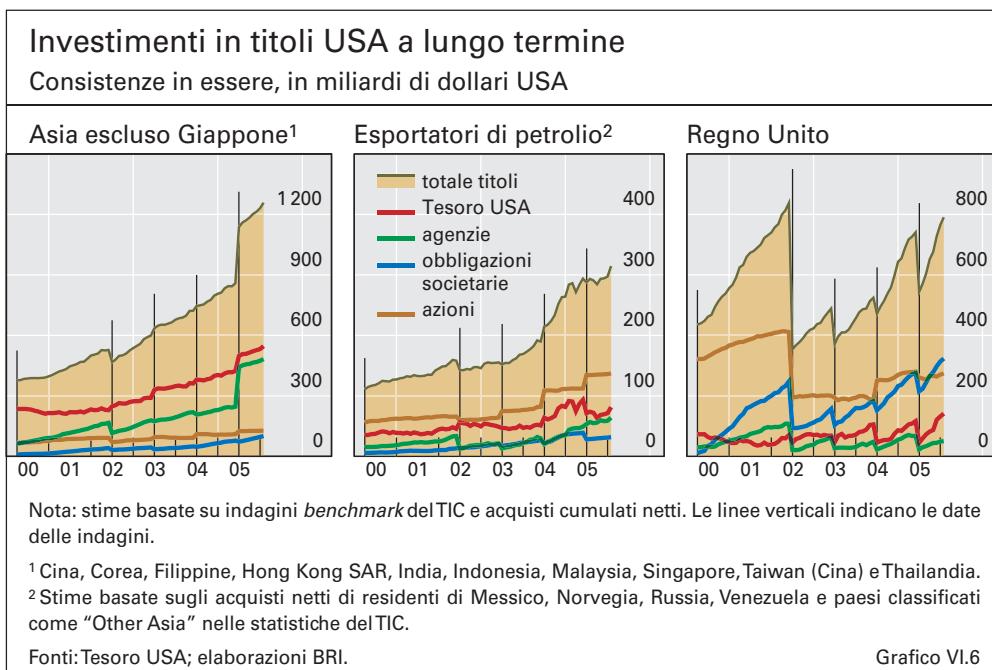
La domanda di titoli USA è alimentata dalle eccedenze in Asia ...

La robusta domanda estera di titoli statunitensi costituisce un'altra ragione spesso addotta per spiegare il calo dei premi a termine. I governi e le banche centrali di altri paesi – soprattutto in Asia – hanno continuato a investire fondi in titoli del Tesoro e di agenzie parastatali USA, principalmente in seguito agli interventi sui mercati valutari. In effetti vi sono ampi riscontri del fatto che i mercati finanziari reagiscono alle indicazioni di possibili cambiamenti nelle preferenze ufficiali per i titoli in dollari USA. Ad esempio, dopo l'annuncio della rivalutazione del renminbi il 21 luglio 2005, i rendimenti sui titoli decennali in dollari sono saliti di quasi 10 punti base nel giro di poche ore, poiché gli speculatori si attendevano un calo significativo della domanda di strumenti USA.

Mentre in Giappone l'accumulo di riserve è rallentato notevolmente nel 2005, in Cina e in altre importanti economie emergenti della regione Asia-Pacifico è proseguito a ritmo molto sostenuto per buona parte del 2006 (Capitolo V). I fondi sono stati perlopiù investiti in titoli statunitensi. Come mostra il diagramma di sinistra del grafico VI.6, i dati preliminari basati sull'indagine del Treasury International Capital System (TIC) USA indicano che nel 2005 i residenti (ufficiali e privati) dei paesi asiatici (escluso il Giappone) hanno accresciuto decisamente le disponibilità di strumenti statunitensi a lungo termine. Tali disponibilità avevano complessivamente raggiunto un livello stimato in \$1,25 trilioni agli inizi del 2006, contro poco più di \$800 miliardi a fine 2004.

Anche il reinvestimento dei proventi delle esportazioni da parte dei paesi produttori di petrolio è stato indicato come una fonte di domanda di titoli USA. I ricavi petroliferi netti dei principali paesi esportatori (membri dell'OPEC più Messico, Norvegia e Russia) avrebbero raggiunto \$676 miliardi nel 2005 e, stando alle previsioni, dovrebbero salire a quasi \$750 miliardi nel 2006.

... e dal reimpegno
dei proventi
petroliferi



Parte di tali ricavi è stata direttamente investita in titoli USA a breve e a lungo termine: stime fondate sui risultati dell'indagine TIC segnalano che tra il giugno 2002 e lo stesso mese del 2005 gli esportatori di petrolio hanno investito in questi titoli circa il 20%, ossia \$200 miliardi, del totale dei loro proventi petroliferi (\$1,2 trilioni). Mentre le disponibilità di titoli USA a lunga sono cresciute considerevolmente fino al 2004, nel 2005 il loro aumento è stato di appena \$33 miliardi, pari all'8% dei ricavi petroliferi totali nel corso dell'anno.

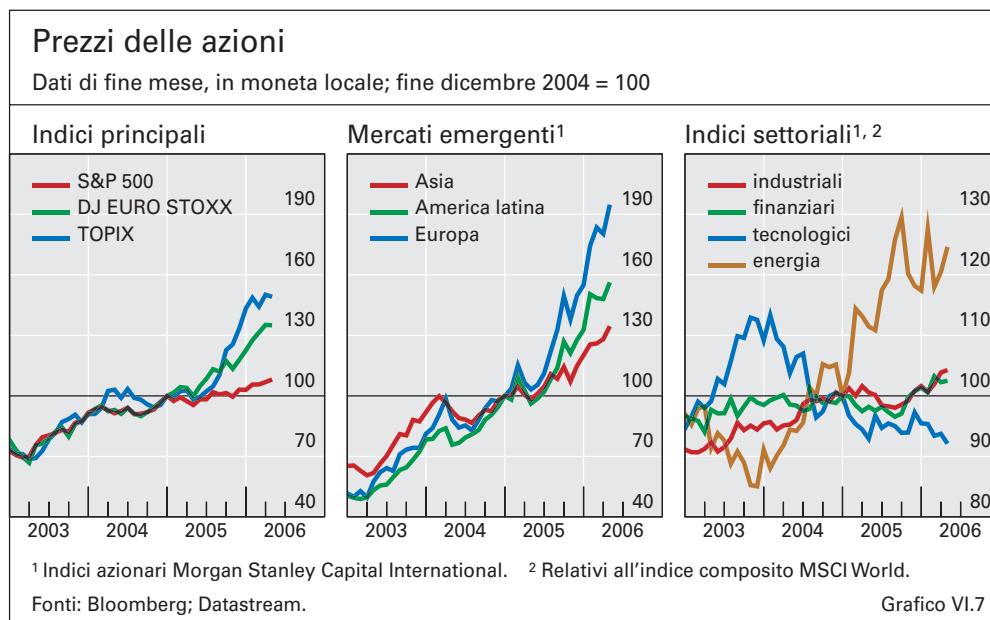
Va però detto che le summenzionate stime degli acquisti di titoli denominati in dollari USA da parte di investitori asiatici e paesi esportatori di petrolio sottovalutano quasi certamente l'esposizione totale di questi investitori, che spesso acquistano per il tramite di terzi a Londra o in altri centri finanziari fuori dagli Stati Uniti. D'altra parte, le indagini di riferimento del TIC cercano di riclassificare questi investimenti sulla base della residenza dell'acquirente finale. Ciò si traduce di norma in un forte calo dell'ammontare stimato di titoli USA a lungo termine detenuti da residenti del Regno Unito e, a volte, in un notevole incremento di quello relativo agli investitori asiatici (grafico VI.6). Tuttavia, le disponibilità in titoli USA di questi ultimi potrebbero essere ancor maggiori di quelle stimate nelle predette indagini nella misura in cui tali operatori collocano i loro fondi in *hedge fund* o altri veicoli di investimento che acquistano titoli USA.

Gli investimenti vengono incanalati attraverso il Regno Unito

I mercati azionari ignorano gli aumenti dei tassi

L'ascesa dei mercati azionari mondiali iniziata nei primi mesi del 2003 è proseguita senza sosta per gran parte del periodo in rassegna. Dopo i modesti incrementi del 2004, nel corso del 2005 i listini di tutto il mondo hanno registrato rialzi a due cifre. Molti mercati hanno continuato a crescere nel primo

Aumentano i corsi azionari ...



scorso del 2006, per poi subire una caduta a metà maggio. Gli incrementi più cospicui sono stati osservati nelle economie emergenti. Nell'Europa orientale l'aumento in termini di valuta locale è stato pari al 55% nel 2005 e a un ulteriore 15% nei primi cinque mesi del 2006, nonostante il brusco calo di metà maggio (grafico VI.7). Anche nei mercati principali i corsi sono fortemente saliti. In Giappone le quotazioni hanno compiuto un balzo del 44% nel 2005, per poi crescere a tassi più moderati nei primi mesi di quest'anno. Negli Stati Uniti l'incremento, pari ad appena il 4% tra inizio 2005 e metà maggio 2006, è stato inferiore a quello della maggior parte delle altre piazze.

Guadagni azionari sostenuti dalle prospettive macroeconomiche

... di riflesso alla robusta crescita economica

La progressione dei corsi azionari è stata favorita dalla performance sorprendentemente solida dell'economia mondiale (Capitolo II). In Giappone e nell'area dell'euro le migliori prospettive economiche hanno indotto gli investitori a rivedere al rialzo le aspettative sugli utili. Un ulteriore contributo è stato fornito in Giappone dall'attesa di riforme strutturali e dalla convinzione diffusa che i problemi legati alle sofferenze bancarie fossero stati perlopiù risolti. Le previsioni sugli utili sono state corrette verso l'alto anche nei mercati emergenti, in molti dei quali il clima di fiducia degli investitori ha tratto beneficio dagli elevati corsi delle materie prime. Di fatto, i maggiori guadagni azionari sono stati registrati nei paesi esportatori di petrolio quali la Russia, dove nell'anno trascorso le quotazioni sono più che raddoppiate.

Nelle economie emergenti il rialzo dei listini ha coinciso con massicci afflussi di capitali esteri (Capitolo III). Tuttavia, non è emersa nel periodo in esame una chiara relazione fra il volume degli investimenti esteri di portafoglio e l'andamento dei mercati azionari a livello di regioni o di paesi. La correlazione sezionale tra i flussi per investimenti di portafoglio e le variazioni mensili dei prezzi azionari in moneta locale è stata prossima allo zero, sia che gli afflussi fossero misurati in termini assoluti oppure in percentuale della capitalizzazione di borsa del paese destinatario. Una possibile spiegazione di

Bassa correlazione tra flussi di capitali e rendimenti

questo debole nesso è che all'ampia domanda di azioni dei mercati emergenti è corrisposta un'abbondante offerta. A convalida di tale interpretazione, nel 2005 le società dei paesi asiatici emergenti hanno annunciato emissioni azionarie internazionali per \$57 miliardi, in aumento rispetto ai \$34 miliardi dell'anno precedente.

Negli Stati Uniti le condizioni macroeconomiche hanno favorito i prezzi azionari in misura inferiore che altrove. La robusta crescita dell'economia era stata ampiamente anticipata e quindi già incorporata nelle valutazioni. L'inasprimento monetario ha probabilmente contribuito alla debole performance relativa delle azioni statunitensi, sebbene l'impatto di questo fattore sia stato mitigato dal fatto che era stato largamente previsto e che i più elevati tassi ufficiali si sono trasferiti solo gradualmente ai rendimenti a lungo termine. Nel settembre 2005 gli uragani insolitamente violenti che hanno colpito la costa statunitense del Golfo del Messico hanno destabilizzato i mercati, ma i prezzi sono risaliti quando è apparso chiaro che gli effetti sulla crescita economica sarebbero stati solo temporanei.

Nuovo incremento della leva finanziaria e delle fusioni societarie

I cambiamenti nella struttura di capitale delle imprese hanno costituito un altro fattore di sostegno dei mercati azionari. Se tra il 2001 e il 2004 le società avevano utilizzato le eccedenze di cassa per consolidare i bilanci, più di recente hanno preferito remunerare gli azionisti mediante il pagamento di dividendi, il riacquisto di azioni proprie e l'acquisizione di imprese. Nel 2004-05 i dividendi corrisposti dalle società dell'indice S&P 500 hanno registrato la più rapida accelerazione da oltre un decennio. Nel 2005 i riscatti di azioni proprie sono saliti ancora più velocemente, arrivando a sfiorare i \$350 miliardi per l'insieme delle società dell'indice (grafico VI.8). A seguito di tali riscatti e delle acquisizioni, lo scorso anno l'ammontare totale di azioni ritirate dalle imprese statunitensi ha raggiunto un massimo storico di \$300 miliardi.

In Europa e in Giappone la crescita dei dividendi è stata ancora più rapida che negli Stati Uniti. Tale ritmo elevato potrebbe avere contribuito a migliorare il clima di fiducia degli investitori, segnalando che gli imprenditori si attendevano una prosecuzione degli elevati tassi di crescita degli utili. Anche le società europee e giapponesi hanno effettuato acquisti di azioni proprie, sebbene in misura inferiore alle loro omologhe americane.

Oltre all'effetto di annuncio, i maggiori dividendi e riacquisti di azioni proprie hanno influito in senso positivo sui corsi azionari innalzando il grado di leva nei bilanci delle imprese. Nella misura in cui aumentano il rapporto fra debito e capitale proprio di un'impresa, essi migliorano infatti la redditività del capitale. Prima del 2004 le azioni riacquistate erano in gran parte distribuite a dipendenti detentori di *stock option* e pertanto non hanno influito sulla struttura finanziaria delle imprese. Successivamente, tuttavia, il riacquisto è stato sempre più utilizzato per ridurre il capitale azionario, rimborsando gli azionisti. Analogamente, il pagamento di dividendi straordinari è diventato un mezzo diffuso con cui gli investitori di *private equity* recuperano gli investimenti effettuati. In passato tali investitori vendevano di norma la loro partecipazione in un'impresa attraverso un'offerta pubblica iniziale (OPI). Nel 2005, invece,

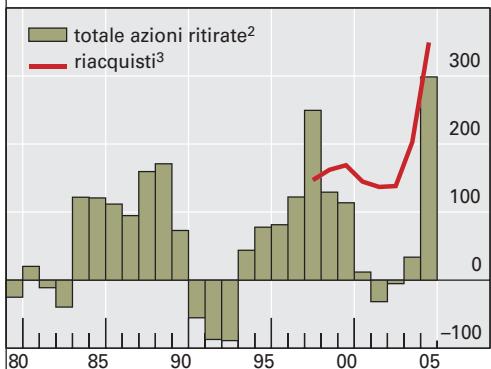
Maggiori dividendi e riacquisti di azioni proprie ...

... accrescono il grado di leva delle imprese

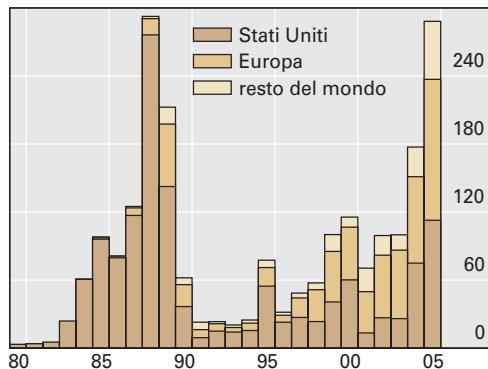
Operazioni a vantaggio degli azionisti

In miliardi di dollari USA a tassi di cambio costanti¹

Azioni ritirate



LBO⁴



¹ Importi nominali, convertiti in dollari USA a tassi costanti del 2005 utilizzando il deflattore del PIL USA.

² Società USA, al netto delle nuove emissioni. ³ Riacquisti lordi da parte delle società dell'indice S&P 500.

⁴ Valore annunciato dell'insieme delle operazioni, comprendente l'indebitamento netto delle società oggetto di acquisizione; in base alla data di annuncio e al paese di residenza di tali società.

Fonti: Standard & Poor's; Thomson Financial SDC Platinum; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

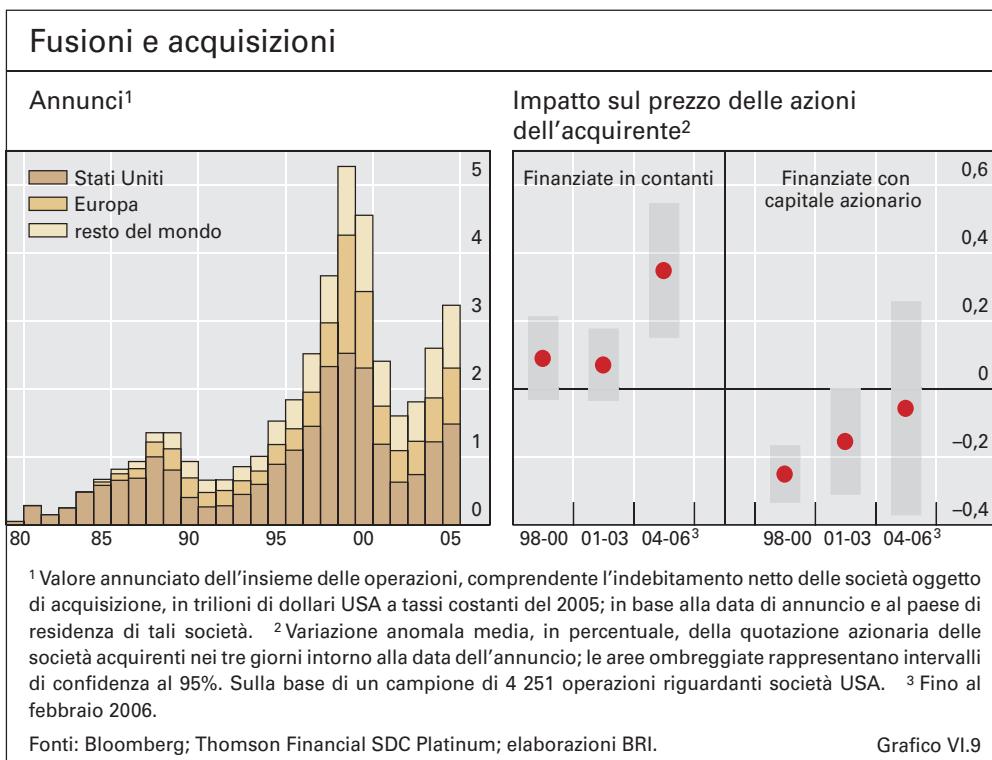
Grafico VI.8

la domanda di OPI è stata relativamente debole e le plusvalenze nel primo giorno di contrattazione si sono collocate intorno al 10%, contro una media di oltre il 20% dal 1990. Di conseguenza, gli investitori di *private equity* hanno fatto ricorso ai mercati del debito per finanziare ampi pagamenti di dividendi a valere sugli utili non distribuiti delle imprese in questione (Capitolo VII).

Le LBO salgono ai livelli massimi dagli anni ottanta

L'incremento della leva finanziaria è stato ulteriormente favorito dall'impennata delle operazioni di *leveraged buyout* (LBO). Nel 2005 le offerte di acquisto finanziate con capitale di prestito da parte di investitori di *private equity* sono salite rapidamente a livelli non più osservati dopo l'ondata di LBO di fine anni ottanta (grafico VI.8). A differenza di quanto avvenuto allora, il recente aumento dell'attività di LBO non ha interessato soltanto gli Stati Uniti: oltre la metà delle operazioni ha coinvolto società di altri paesi, principalmente in Europa, ma anche in Asia. Particolarmente degno di nota è il forte incremento registrato in Germania e in Giappone, dove gli ostacoli ai cambiamenti nell'assetto proprietario – quali ad esempio le partecipazioni incrociate – sono stati gradualmente rimossi. Ad esempio, se nel 1992 la percentuale di azioni detenute da società collegate era pari a circa il 50% del totale quotato sul mercato giapponese, nel 2004 tale quota risultava dimezzata.

La ripresa dell'attività di LBO si iscrive nel contesto del più ampio aumento delle operazioni di fusione e acquisizione. Nel 2005 sono state annunciate acquisizioni per un totale di \$3,2 trilioni, il livello massimo dal 2000, con un incremento di quasi il 30% rispetto al 2004 (grafico VI.9). Le LBO hanno costituito circa il 9% del totale, una percentuale molto superiore a quella del 2000 ma notevolmente più bassa rispetto al picco del 22% raggiunto nel 1988. L'espansione delle operazioni di fusione e acquisizione ha avuto portata mondiale. Poco meno della metà di tutte le operazioni è stata finalizzata a società statunitensi e un ulteriore quarto a imprese europee. Le società con



sede nei paesi emergenti hanno mostrato un dinamismo senza precedenti, effettuando acquisti sia nelle economie maggiori sia in altri mercati emergenti.

Gli investitori azionari hanno reagito all'ultima ondata di operazioni in modo più positivo rispetto a episodi precedenti. Nel 2005 le quotazioni sia delle società bersaglio sia delle loro acquirenti sono in genere aumentate dopo l'annuncio dell'operazione. Ciò contrasta con l'esperienza storica, in quanto in passato sono stati principalmente gli azionisti della società bersaglio a beneficiare degli eventuali guadagni di valore risultanti dalla fusione.

La reazione relativamente positiva degli investitori è in parte spiegabile con la minor quota di operazioni finanziate interamente o parzialmente mediante capitale azionario. Negli Stati Uniti tale quota è stata del 30% circa nel periodo recente, contro il 70% circa durante la precedente ondata di fusioni e acquisizioni tra il 1998 e il 2000. Europa e Asia hanno registrato percentuali ancora più basse. Il diagramma di destra del grafico VI.9 riporta i rendimenti "anomali" medi dei titoli delle società acquirenti il giorno dell'annuncio di un'acquisizione, vale a dire i rendimenti depurati della sensibilità del titolo ai movimenti dei corsi a livello di mercato. Le fusioni regolate per contante danno di norma risultati migliori di quelle finanziate con capitale azionario: il loro rendimento anomalo è superiore in ogni periodo considerato. Ciò parrebbe rispecchiare una minore tendenza a sopravvalutare il prezzo dell'impresa acquisita quando l'operazione è finanziata in contante.

Ancora più degno di nota è il fatto che tra il 2004 e il 2006 sia per le operazioni regolate in contante sia per quelle finanziate con capitale azionario i rendimenti anomali del titolo dell'impresa acquirente siano stati superiori rispetto agli anni precedenti; al confronto con il passato, gli investitori sono stati più recettivi a tutte le tipologie di acquisizione. Nel periodo 1998-2000 i

L'impennata di fusioni e acquisizioni spinge verso l'alto i corsi azionari ...

... anche delle società acquirenti

rendimenti anomali erano stati prossimi allo zero per le operazioni regolate in contante e significativamente negativi per quelle finanziate con azioni. Tra il 2004 e il 2006 sono invece diventati decisamente positivi nel primo caso e prossimi allo zero nel secondo.

Segnali contraddittori sulle valutazioni

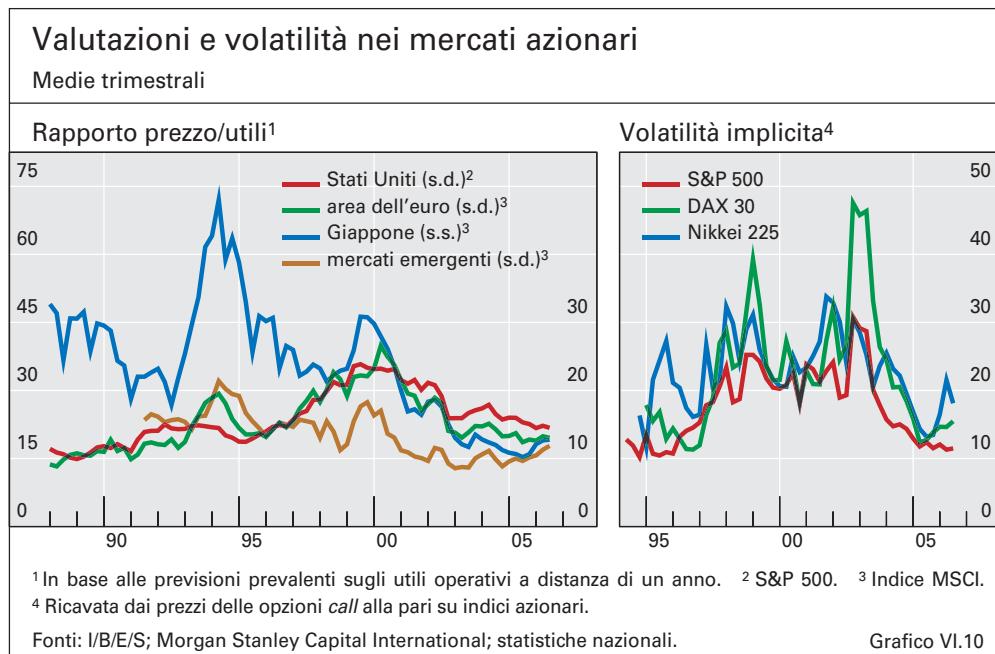
Secondo alcuni parametri le valutazioni non sono insolitamente elevate

La volatilità implicita resta bassa ...

Una possibile spiegazione dell'atteggiamento più positivo degli investitori verso le acquisizioni è che in base a taluni parametri, anche se non tutti, le valutazioni azionarie apparivano basse. A livello mondiale i recenti rialzi delle quotazioni sono stati minori delle correzioni verso l'alto delle proiezioni sugli utili. Nel 2005 l'indice S&P 500 era pari a 15 volte le previsioni sugli utili a breve termine, un risultato leggermente inferiore alla media di 16 registrata nel periodo 1988-2004 (grafico VI.10). Il corrispondente rapporto si collocava a 13 nei mercati dell'area dell'euro, contro una media storica di 16. Anche nei paesi emergenti i rapporti prezzo/utili sono scesi notevolmente rispetto ai livelli precedenti. Pertanto, il rischio di pagare in eccesso le acquisizioni potrebbe essere stato ritenuto minore che in passato.

In gran parte dei mercati gli investitori paiono aver giudicato soddisfacenti le valutazioni e le prospettive dei rendimenti. La volatilità implicita nelle opzioni su indici azionari è rimasta molto bassa. Ad esempio, nel caso dell'indice S&P 500, per gran parte del 2005 e nei primi mesi del 2006 essa ha oscillato intorno al 12%, un valore prossimo ai precedenti minimi del 1995 (grafico VI.10). L'aumento più sensibile nel periodo è stato osservato a metà maggio 2006, quando i mercati azionari hanno subito un brusco calo in tutto il mondo.

Vi sono state ovviamente alcune eccezioni. In Giappone i rapporti prezzo/utili sono fortemente saliti (da 15 a 19) durante la seconda metà del 2005 per effetto del rialzo delle quotazioni. Inoltre, fra giugno e dicembre 2005 la volatilità implicita nelle opzioni sull'indice Nikkei è più che raddoppiata (da



circa il 10 al 25%), a indicazione che l'incertezza sulla direzione futura dei corsi azionari è salita di pari passo con le valutazioni. In Medio Oriente gli abbondanti fondi petroliferi a disposizione degli investitori locali hanno fatto salire le valutazioni a livelli spettacolari. Anche dopo il calo di circa il 40% dei corsi nei primi cinque mesi del 2006, i rapporti prezzo/utili in Arabia Saudita e a Dubai risultavano ancora superiori a 20.

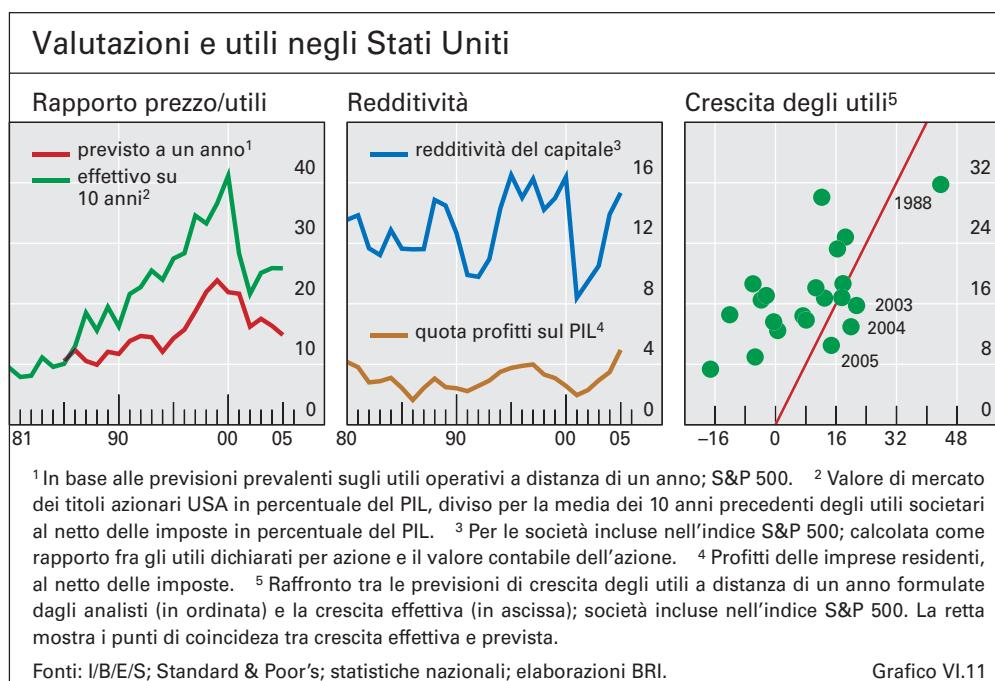
A prescindere da queste eccezioni, non è chiaro se la fiducia manifestata dagli investitori nelle prospettive dei rendimenti di mercato abbia rispecchiato una maggiore disponibilità ad assumere rischi ovvero la percezione di un livello di rischio persistentemente basso. Entrambi i fattori influiscono sulle misure della volatilità implicita. Per gran parte dell'anno trascorso le stime della propensione al rischio nei mercati azionari, ricavate raffrontando la distribuzione dei rendimenti attesi implicita nei prezzi delle opzioni con quella dei rendimenti storici, sono state relativamente elevate. Se la propensione degli investitori al rischio azionario è stata alta, diviene difficile capire perché le valutazioni apparissero ancora relativamente basse.

Una possibile spiegazione è che tali valutazioni fossero in realtà superiori a quelle risultanti dagli indici basati sulle previsioni degli utili a breve. Nel 2005 la redditività del capitale proprio e la quota dei profitti sul PIL erano prossimi ai massimi storici, almeno negli Stati Uniti (grafico VI.11). Se la redditività dovesse riportarsi su valori tendenziali di più lungo periodo, il prezzo delle azioni apparirebbe elevato. Impiegando la media degli utili sui 10 anni precedenti per livellare le variazioni cicliche, si rileva che alla fine del 2005 il rapporto prezzo/utili delle azioni statunitensi era ben superiore alla media di lungo periodo (circa 26, contro 19 nel periodo 1962-2005).

Vi sono indicazioni di un maggior scetticismo degli analisti riguardo alla sostenibilità della crescita a breve termine degli utili. Il diagramma di destra del grafico VI.11 mette a confronto le previsioni a un anno per la crescita dei

... forse a causa della maggiore propensione al rischio

Apparente pessimismo degli analisti quanto alla crescita degli utili



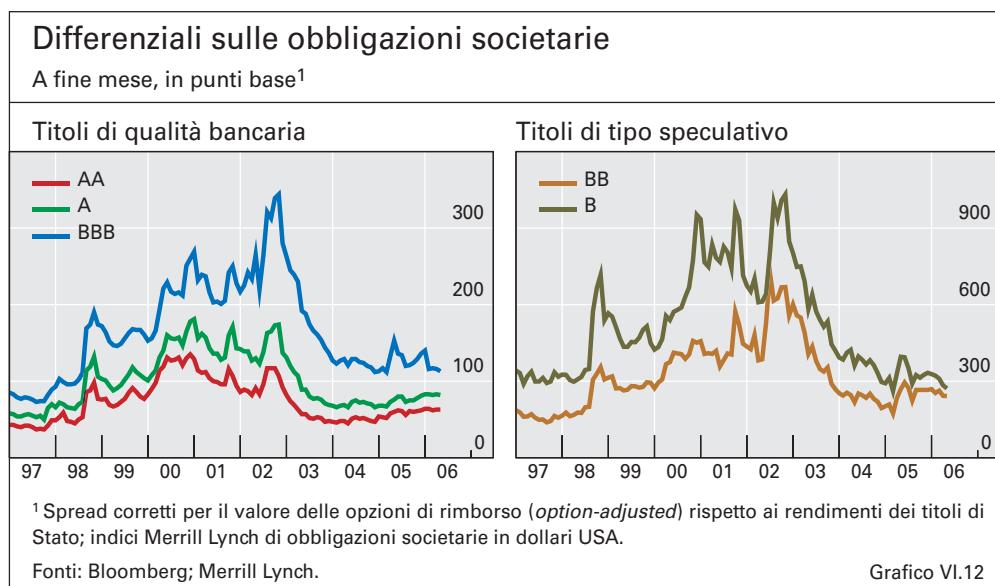
risultati operativi e la crescita effettivamente registrata negli ultimi vent'anni dalle società incluse nell'indice S&P 500. I valori effettivi hanno superato quelli previsionali solo in quattro anni, tre dei quali appartenenti al periodo 2003-05. In altri termini, a partire dal 2003 gli analisti che in passato erano stati eccessivamente ottimisti quanto all'evoluzione degli utili societari sono diventati eccessivamente pessimisti. Se condiviso dagli investitori, questo pessimismo sarebbe in linea con l'aspettativa di un ritorno della redditività alla sua tendenza di più lungo periodo.

Guardando al futuro, sembrerebbe giustificato un certo scetticismo circa la dinamica degli utili. I rischi di un ridimensionamento delle prospettive degli utili societari sembrano maggiori nel 2006 rispetto agli anni precedenti. Ad esempio, un rialzo dei tassi di interesse e condizioni tese sul mercato del lavoro potrebbero deprimere la crescita dei profitti soprattutto negli Stati Uniti e in Europa (Capitolo II). Ciò detto, nel primo trimestre di quest'anno l'aumento degli utili è stato di nuovo superiore alle aspettative.

I mercati del credito danno prova di buona tenuta

Nonostante l'accelerazione di LBO e altre operazioni favorevoli agli azionisti, gli spread sulle obbligazioni societarie e sui *credit default swap* (CDS) nel 2005 e agli inizi del 2006 sono rimasti prossimi ai minimi ciclici (grafico VI.12). Il lungo periodo rialzista dei mercati del credito si è concluso nel secondo trimestre 2005, allorché una serie di annunci societari negativi, fra cui il declassamento di General Motors e Ford al disotto dell'*investment grade*, ha innescato una modesta fase di vendite. Sebbene gli spread sui titoli societari non si siano mai del tutto ripresi da quell'episodio, il loro aumento non è stato particolarmente marcato. Nell'ultima parte del 2005 e agli inizi del 2006 i differenziali sui titoli di qualità elevata sono risaliti a livelli analoghi a quelli toccati durante la fase di vendite. Ciò malgrado, gli spread sulle obbligazioni societarie con rating A denominate in dollari USA, pari a 83 punti base a metà maggio di quest'anno,

Lieve aumento degli spread sui titoli di qualità bancaria



avevano recuperato solo 20 punti base rispetto al loro minimo ciclico, mentre quelli sui titoli speculativi si collocavano a oltre 100 punti base, al disotto del massimo del maggio 2005 e appena 40 punti sopra il minimo del marzo dello stesso anno.

Alcune società hanno in effetti dovuto far fronte a un mercato rialzo dei costi di finanziamento. Nel 2005 si sono aggravate le difficoltà delle case automobilistiche statunitensi, alle prese con l'arduo compito di contenere i costi dei sistemi pensionistici e dell'assicurazione sanitaria e di adeguare le strategie aziendali alla crescente concorrenza. Dopo un breve episodio rialzista a metà 2005, verso la fine dell'anno gli spread di Ford e General Motors sono saliti ben al disopra del picco toccato in occasione di precedenti vendite. Lo stesso è avvenuto nel caso di produttori di componenti per autoveicoli come Delphi e Dana, che hanno poi entrambi dichiarato fallimento. Nel 2005 quasi il 5% delle società con rating del settore auto è risultato insolvente, una percentuale superiore a quella di qualsiasi altra branca economica.

Difficoltà per le imprese automobilistiche

In aggiunta, i creditori hanno riveduto il prezzo del debito delle società oggetto di LBO o comunque destinate a subire un aumento della leva debitoria. Ad esempio, i CDS sull'impresa statunitense Georgia-Pacific, attiva nel settore del legname e della cellulosa, hanno avuto un balzo di circa 250 punti base a metà novembre 2005 a seguito di un'offerta di acquisto sulla società. Gli investitori sono parsi particolarmente sensibili alla possibilità di un incremento della leva finanziaria a opera di emittenti con elevato merito di credito, dal momento che questi ultimi si trovano per definizione in una posizione migliore, rispetto agli emittenti "speculativi", per far fronte al servizio di debito addizionale.

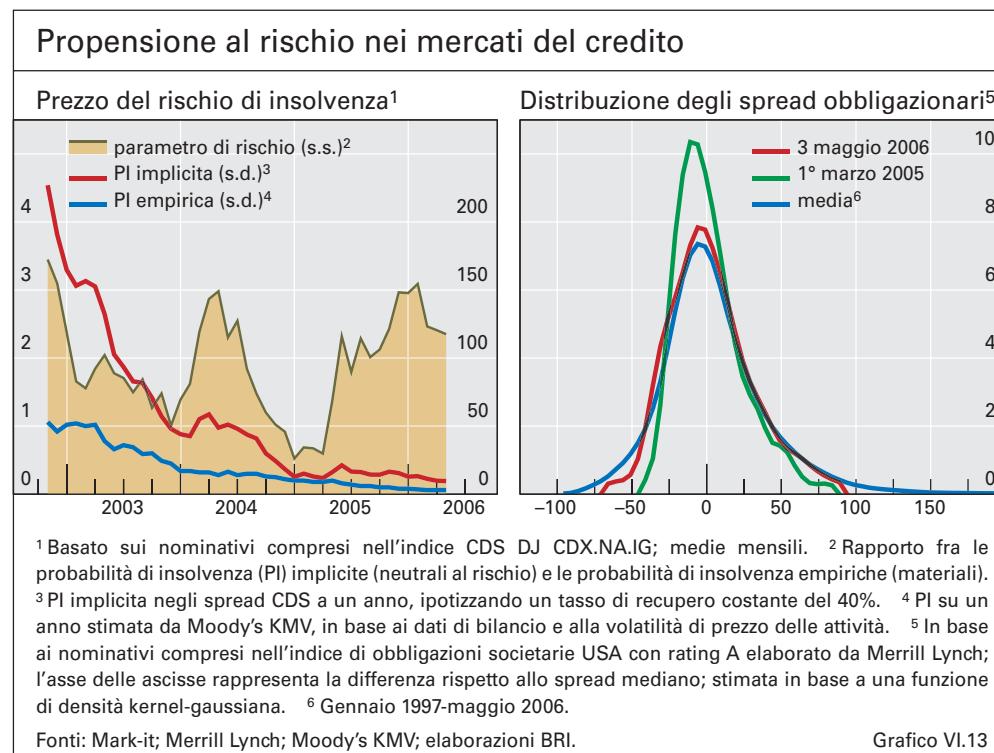
Disparità nella propensione verso i differenti tipi di rischio

Alla base del modesto ampliamento degli spread sui titoli *investment grade* vi è stata l'accresciuta sensibilità al rischio di evento creditizio. Gli investitori sono parsi temere l'impatto sulle singole imprese causato da aumenti di dividendo, riacquisti di azioni proprie, fusioni e LBO. Nello stesso tempo, sembra che essi non si siano preoccupati delle conseguenze di tali operazioni per il merito di credito del settore societario nel suo insieme.

Cala la propensione per il rischio di evento creditizio ...

La propensione degli investitori al rischio di credito mostra di non essersi ripresa del tutto dalle turbolenze che hanno interessato i mercati delle obbligazioni societarie e dei CDS nel secondo trimestre 2005. Il diagramma di sinistra del grafico VI.13 riporta una stima di tale propensione. Essa corrisponde al rapporto fra le probabilità di insolvenza desunte dagli spread creditizi e quelle ottenute dai dati di bilancio per un campione di società con rating elevato. Dal grafico si evince che in aprile e maggio dello scorso anno il compenso richiesto dagli investitori a fronte del rischio di credito è cresciuto in misura notevole – anche se a partire da livelli eccezionalmente bassi –, rimanendo poi piuttosto elevato.

Un'inversione di tendenza analoga si è osservata per gli indicatori del grado di selettività degli investitori nei mercati delle obbligazioni societarie. Nel diagramma di destra del grafico VI.13, che presenta la distribuzione dei differenziali di rendimento dei titoli con rating A, si nota come nel marzo 2005, prima della fase di vendite, gli spread fossero densamente raggruppati, mentre



nell'aprile 2006 la loro dispersione è aumentata, riportandosi in prossimità della media di lungo periodo.

... anche se resta invariata la propensione per il rischio sistematico

A rigore, gli indicatori riportati nel grafico VI.13 incorporano due diversi tipi di premi per il rischio: il rischio sistematico e il rischio di evento. Il primo è determinato in ampia misura dalle variazioni nelle condizioni macroeconomiche, mentre il secondo, noto anche come rischio *jump-to-default*, rispecchia l'avversione nei confronti dell'incertezza circa il profilo temporale e l'entità delle perdite da insolvenza sulle singole esposizioni creditorie. Nei mercati azionari gli investitori tendono a non richiedere alcun compenso a fronte del rischio specifico, poiché in un portafoglio ben diversificato la variabilità di alcune attività viene compensata da quella di altre. Nei mercati creditizi, invece, i premi richiesti a fronte di analoghi rischi specifici paiono contribuire in misura significativa agli spread. Ciò può essere dovuto al fatto che gli eventi riguardanti un'impresa producono effetti di contagio, determinando un maggiore rischio di insolvenza di altre società. Una possibile spiegazione alternativa è la difficoltà intrinseca della diversificazione dei portafogli obbligazionari.

Sebbene non sia facile scomporre il premio stimato per il rischio, vi sono indicazioni secondo cui l'aumento osservato nel 2005 e agli inizi del 2006 sarebbe probabilmente dovuto più al calo della propensione al rischio di evento creditizio che non a una variazione di quella relativa al rischio sistematico. In primo luogo, gli indicatori del mercato azionario, quali le volatilità implicite, non segnalano alcun calo della propensione al rischio sistematico (si veda sopra), che in teoria dovrebbe essere analoga per tutte le classi di attività, essendo influenzata da andamenti dell'intera economia.

In secondo luogo, i movimenti degli spread relativi a categorie di rating diverse sono indicativi di una differente propensione degli investitori a seconda

del tipo di rischio. Più la qualità creditizia di un'obbligazione è bassa, più il suo prezzo si comporta in modo analogo a quello di un titolo azionario. Pertanto, il rischio sistematico tende a spiegare una parte più ampia dei prezzi delle obbligazioni ad alto rendimento che non di quelle con elevato rating. In linea con questa differenza nella propensione al rischio, lo scorso anno la performance dei titoli speculativi è risultata migliore di quella dei titoli con rating elevato. Nel primo trimestre 2006 gli spread sulle obbligazioni speculative si sono ristretti di circa 40 punti base, mentre quelli sui titoli di qualità elevata sono rimasti invariati (grafico VI.12). Inoltre, i mutuatari con rating *investment grade* sono stati sollecitati in misura crescente dai creditori a includere nelle emissioni obbligazionarie clausole di salvaguardia relative a cambiamenti nel controllo societario, intese a limitare le perdite per gli obbligazionisti in caso di LBO. Nello stesso tempo, i fondi di *private equity* hanno raccolto ingenti importi a condizioni favorevoli per finanziare operazioni di LBO (Capitolo VII).

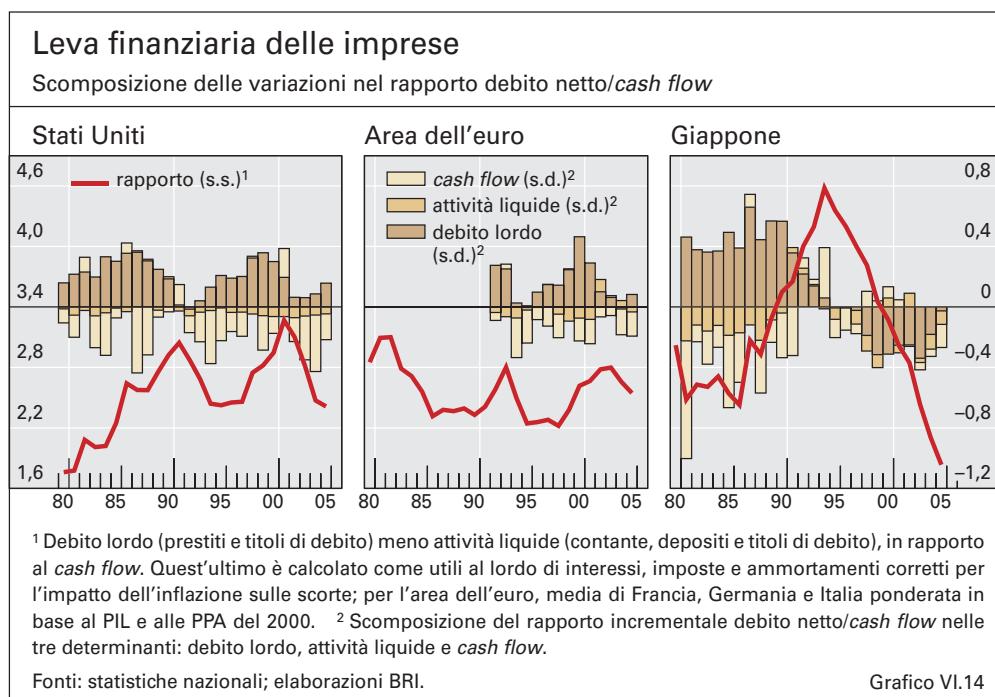
Gli spread su titoli *investment grade* e ad alto rendimento si muovono in direzioni opposte

I bilanci societari restano solidi

La diversa propensione per i due tipi di rischio rispecchia, almeno in parte, la solidità dei bilanci societari nell'attuale congiuntura. L'intensificarsi delle operazioni a vantaggio degli azionisti nel 2005 ha rallentato il miglioramento della qualità creditizia delle imprese, ma non l'ha peggiorata.

Negli Stati Uniti il rapporto fra passività nette e *cash flow* è sceso lo scorso anno al livello più basso dalla metà degli anni novanta (grafico VI.14), e ciò sebbene il nuovo indebitamento delle società non finanziarie abbia segnato una netta ripresa, dovuta in parte a esigenze di investimento e di capitale circolante, ma anche al finanziamento di acquisizioni. A livello aggregato, tuttavia, tale debito addizionale è stato più che compensato dalla crescita eccezionalmente rapida degli utili. Inoltre, le società statunitensi hanno

Gli indici di leva delle imprese calano negli Stati Uniti e in Giappone ...



... ma meno
nell'area dell'euro

continuato ad accumulare riserve liquide, seppure a ritmi inferiori rispetto agli anni passati.

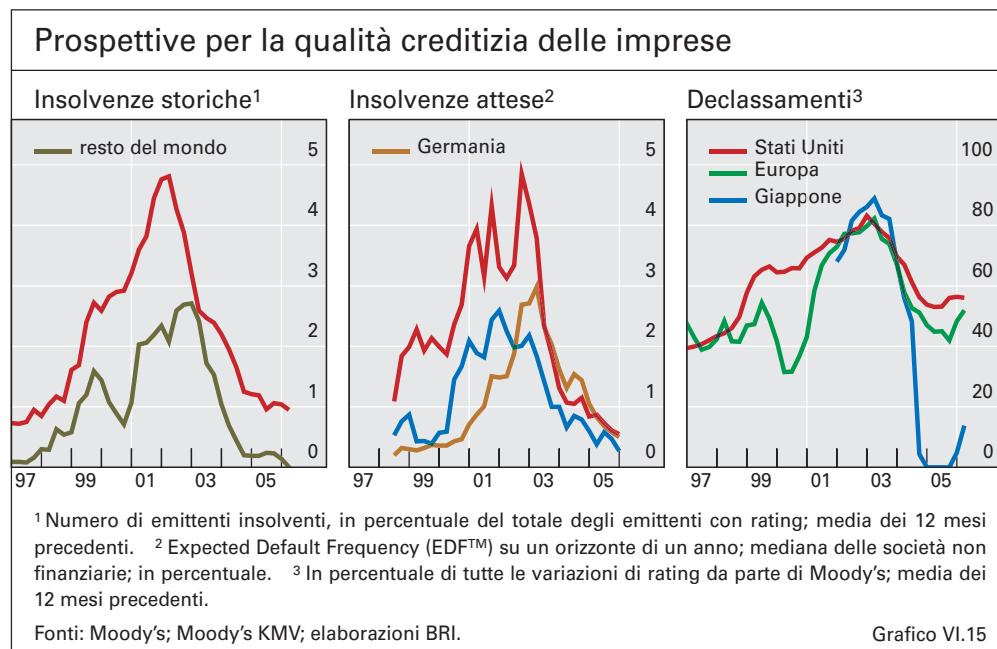
Le imprese dell'area dell'euro sono state più lente delle loro omologhe statunitensi nel consolidare i bilanci. Nel 2005 i loro indici di leva finanziaria erano ancora prossimi ai massimi ciclici. Nondimeno, durante l'anno il rapporto fra debito netto e *cash flow* è calato, per il secondo anno consecutivo. Così come negli Stati Uniti, la flessione è stata favorita dalla crescita dei profitti. Le società tedesche, in particolare, sono state in grado di accrescere i margini di profitto nonostante il ritmo moderato dell'espansione economica. Per contro, quelle italiane hanno avuto difficoltà a preservare i loro margini.

In Giappone gli indici di leva sono scesi ai minimi di oltre vent'anni. Contrariamente al passato, quando la riduzione del debito era stata la causa principale del minor rapporto passività nette/*cash flow*, nel 2005 è stata la più rapida crescita degli utili ad avere un ruolo determinante. Questa accelerazione è ascrivibile alle imprese orientate al mercato nazionale, i cui profitti hanno tratto impulso dalla ripresa della domanda interna. I rimborsi di passività hanno ancora una volta superato i nuovi prestiti, ma lo scarto fra i due è risultato il più basso da metà anni novanta. Sempre più società hanno preferito accrescere la spesa per investimenti o le riserve liquide, anziché rimborsare debito in essere.

In prospettiva, stanno emergendo indizi di pressioni sulla qualità creditizia delle imprese. Come già detto, l'indebitamento delle società sta accelerando. In aggiunta, è aumentata nel 2005 la quota dei declassamenti di società non finanziarie sul totale delle variazioni di rating, non solo negli Stati Uniti, ma anche in Europa e Giappone (grafico VI.15).

Ciò nonostante, data la solidità dei bilanci del settore societario nel suo complesso, la maggior parte degli operatori si attende che la svolta nel ciclo del credito sia graduale. In effetti, contrariamente alle previsioni di molti analisti, nell'ultimo anno i tassi di insolvenza anziché salire sono leggermente

Aumento dei
declassamenti di
rating



calati. Nei dodici mesi terminanti a marzo 2006 il numero dei mutuatari con rating resisi inadempienti è stato il più basso dalla metà del 1997 (grafico VI.15). Inoltre, agli inizi del 2006 le stime prospettiche dei tassi di insolvenza elaborate da Moody's KMV in base ai dati di bilancio e alla volatilità dei corsi azionari rimanevano in prossimità dei minimi ciclici.

Vulnerabilità dei mercati a una diversa valutazione del rischio

Se il ciclo del credito dovesse raggiungere il punto di svolta più celermente di quanto si preveda oggi, le condizioni di finanziamento delle imprese potrebbero deteriorarsi rapidamente, in special modo qualora l'aggiustamento degli attuali squilibri macroeconomici, come il disavanzo corrente USA, indebolisse la crescita produttiva (Capitolo II).

Le condizioni creditizie potrebbero risentire degli squilibri mondiali ...

Anche nel caso in cui la crescita rimanesse robusta, la qualità creditizia e quindi le condizioni di finanziamento potrebbero essere pregiudicate dal più rapido ritmo di indebitamento delle imprese. L'attività di fusione e acquisizione ha continuato a intensificarsi nei primi mesi del 2006, mentre le operazioni di LBO hanno assunto una dimensione e un grado di leva sempre maggiori. Inoltre, non è ancora chiaro come le imprese intendano impiegare il cospicuo ammontare di liquidità accumulato negli ultimi anni, se investirlo in progetti redditizi ovvero restituirlo agli azionisti.

... di un più rapido processo di *releverage* ...

L'evoluzione del mercato dei prodotti strutturati rappresenta un'ulteriore fonte di vulnerabilità per le condizioni creditizie. I mercati dei titoli garantiti da ipoteche e da altre attività sono fra i segmenti maggiori e in più rapida crescita dei mercati mobiliari internazionali. Inoltre, negli ultimi anni si è assistito a uno straordinario ampliamento della gamma di prodotti e di tecniche di cartolarizzazione. Tuttavia, il comportamento di molti di questi strumenti innovativi non ha ancora superato il banco di prova di una recessione economica: qualora gli investitori dovessero subire su questi prodotti perdite maggiori del previsto, ne potrebbe conseguire una rivalutazione del rischio nell'insieme dei mercati.

... e degli sviluppi nei mercati della finanza strutturata

Una causa di perdite inattese potrebbero essere gli errori di modellizzazione. La valutazione di prezzo dei prodotti strutturati si basa in misura assai maggiore su modelli quantitativi di quanto non avvenga per le obbligazioni societarie. Tali modelli spesso incorporano ipotesi semplificatrici che se non paiono produrre effetti troppo distorsivi sulle stime delle perdite attese allorché le condizioni del mercato sono favorevoli, possono invece avere conseguenze gravose in caso di deterioramento della situazione.

Un'altra causa potenziale è una gestione carente del rischio. Mentre le perdite attese su obbligazioni e prodotti strutturati di pari rating sono di entità comparabile, l'incertezza riguardo alla dimensione e gravità delle perdite è maggiore nel caso dei prodotti strutturati. Ad esempio, il grado di concentrazione delle esposizioni può incidere significativamente sulla distribuzione dei possibili esiti di tali strumenti. Tuttavia i rating non colgono pienamente questo aspetto, per cui un eccessivo affidamento sulle valutazioni delle agenzie potrebbe indurre i detentori di prodotti strutturati a sottovalutare i rischi cui sono esposti. I rating dei titoli della finanza strutturata tendono a variare con minore frequenza rispetto a quelli delle obbligazioni societarie, ma quando diminuiscono lo fanno in genere in misura maggiore. Secondo Moody's, nel

periodo 1984-2004 l'entità dei declassamenti è stata mediamente di quasi quattro gradi per i prodotti strutturati, rispetto a meno di due gradi per i titoli di debito societari.

La mutata struttura
dei mercati MBS
statunitensi ...

Al fine di comprendere le vulnerabilità causate dai prodotti strutturati, si consideri il mercato USA dei titoli assistiti da garanzia ipotecaria (*mortgage-backed securities*, MBS). Si tratta del mercato obbligazionario più grande del mondo, con volumi in essere a fine 2005 prossimi a \$6 trilioni, equivalenti a quasi il 50% del PIL statunitense. La crescita degli ultimi anni è stata trainata dalla cartolarizzazione dei prestiti ipotecari erogati a mutuatari non di prim'ordine: il 40% circa degli MBS emessi nel 2005 era garantito da prestiti di questo tipo, rispetto al 10% di fine anni novanta. Il prezzo dei portafogli di ipoteche viene spesso determinato in base al punteggio (*credit score*) medio dei prenitori sottostanti. A causa della relazione non lineare fra i tassi di insolvenza e i *credit score*, la probabilità di insolvenza associata alla media dei punteggi fornisce in genere un valore inferiore a quella calcolata sulla base dell'intera distribuzione. Le perdite derivanti da questa sottostima non sono probabilmente consistenti in presenza di un andamento sostenuto dei mercati delle abitazioni, ma rischiano di crescere bruscamente nel caso di una tendenza flettente, cosicché gli investitori in MBS potrebbero ritrovarsi esposti a perdite superiori a quelle previste.

... complica la
gestione del rischio

Inoltre, mentre il rischio di rimborso anticipato insito negli MBS statunitensi è stato tradizionalmente influenzato soprattutto dalla variazione dei tassi di interesse, quello relativo a prestiti ipotecari erogati a una gamma in rapida crescita di mutuatari è divenuto sempre più sensibile ai cambiamenti del merito di credito del debitore e alle oscillazioni dei prezzi delle abitazioni. Ad esempio, allorché questi ultimi salgono, il rapporto fra prestito e valore della garanzia cala, dando al mutuatario la possibilità di rifinanziare il prestito beneficiando di una riduzione dei costi. Questo aspetto complica ulteriormente la valutazione e la gestione dei rischi cui sono esposti i detentori di MBS.

Spread ai minimi storici nei mercati emergenti

I prezzi delle attività nell'insieme dei mercati emergenti hanno segnato guadagni spettacolari nel 2005 e ancora nel 2006, anche quando le condizioni monetarie venivano inasprite in vari importanti paesi sviluppati. La fase rialzista iniziata a metà anno ha portato gli spread sui titoli di emittenti sovrani ai minimi storici, al disotto dei livelli toccati nel 1997 prima della crisi finanziaria asiatica. Il calo si è concentrato nel segmento a più alto rendimento, proseguendo una tendenza osservabile negli ultimi anni.

Il basso livello degli
spread riflette un
miglioramento dei
fondamentali ...

L'entusiasmo degli investitori per le attività dei mercati emergenti deriva in parte dalla positiva valutazione delle grandezze economiche fondamentali. I progressi realizzati negli ultimi anni per quanto concerne la posizione esterna, il sistema finanziario e le politiche monetarie e fiscali hanno accresciuto la resilienza agli shock di molte economie emergenti, riducendo la rischiosità degli investimenti in questi mercati (Capitolo III). Nel 2005 gli innalzamenti del rating di soggetti sovrani da parte di Moody's sono stati tre volte superiori ai declassamenti.

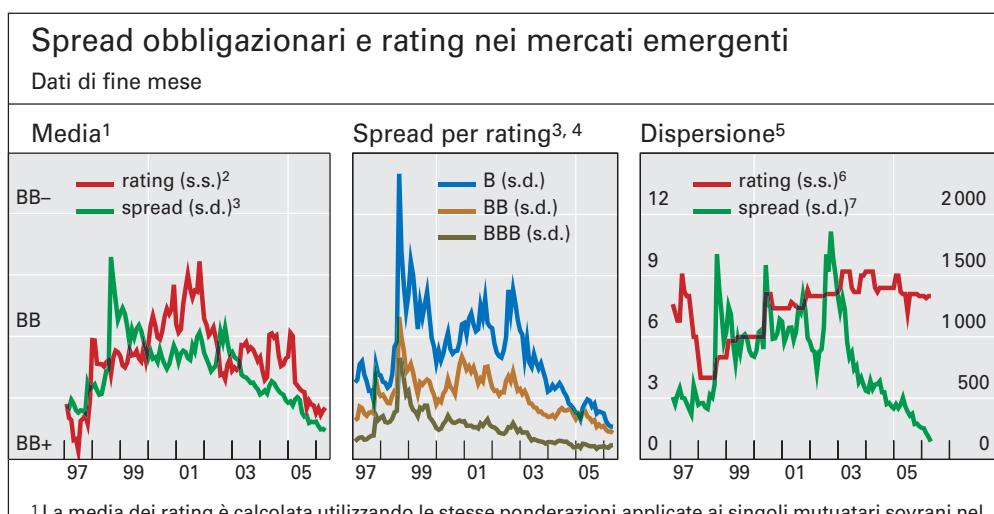
Al tempo stesso, gli spread sulle obbligazioni dei mercati emergenti appaiono in certa misura più bassi di quanto sarebbe giustificato dai fondamentali misurati in termini di rating sovrani. L'indice degli spread sovrani EMBI Global Diversified di JPMorgan Chase è calato di 200 punti base in marzo e aprile di quest'anno, scendendo a circa 100 punti sotto il precedente minimo di metà 1997, per poi tornare a crescere lievemente in maggio. Tuttavia, il merito di credito dei paesi emittenti in base ai rating creditizi risultava inferiore al 1997, pur essendo migliorato significativamente dal 2001. Anche all'interno delle singole classi di rating nella prima parte del 2006 gli spread sono scesi al disotto dei precedenti minimi del 1997 (grafico VI.16, diagrammi di sinistra e centrale).

La dispersione degli spread in relazione ai rating fa ritenere inoltre che la domanda di attività dei mercati emergenti stia rendendo gli investitori meno selettivi nei confronti dei mutuatari rispetto al recente passato. Agli inizi del 2006, allorché gli spread sovrani mostravano un addensamento senza precedenti, i rating continuavano a presentare un'elevata dispersione, segnalando l'esistenza di differenze significative nel merito di credito dei mutuatari compresi nell'indice non colte dalla distribuzione degli spread (grafico VI.16, diagramma di destra).

Una spiegazione alternativa delle discrepanze nella media e nella varianza dei rating rispetto agli spread è che esse siano semplicemente dovute a cambiamenti dei criteri applicati dalle agenzie nell'assegnare i rating. Vi sono diffuse indicazioni secondo cui, dopo la crisi finanziaria asiatica, le agenzie avrebbero attribuito un peso maggiore al rischio di liquidità e alla solidità dei sistemi finanziari, e ciò potrebbe averle rese di fatto più severe nell'assegnazione dei rating. In tal caso, la divergenza fra rating e spread non implicherebbe necessariamente che la valutazione dei fondamentali dei paesi emergenti da parte del mercato sia divenuta più ottimistica.

... e la propensione
al rischio degli
investitori

Le modifiche
metodologiche delle
agenzie di rating ...



¹ La media dei rating è calcolata utilizzando le stesse ponderazioni applicate ai singoli mutuatari sovrani nel calcolo dello spread. ² Rating di tutti i mutuatari sovrani compresi nell'indice EMBI Global Diversified (EMBIGD) di JPMorgan Chase; in base alle valutazioni assegnate da Standard & Poor's al debito a lungo termine in valuta estera. ³ Stripped spread sovrano rispetto ai rendimenti dei titoli del Tesoro USA, in punti base; per il periodo antecedente il 1998, lo spread per l'indice è calcolato utilizzando i dati relativi ai singoli mutuatari sovrani. ⁴ Media troncata degli spread dei mutuatari sovrani quotati B, BB e BBB compresi nell'indice EMBIGD; gli spread massimo e minimo per ciascuna data sono esclusi dal calcolo. ⁵ Differenza fra il 90° e il 10° percentile. ⁶ In numero di gradi. ⁷ In punti base.

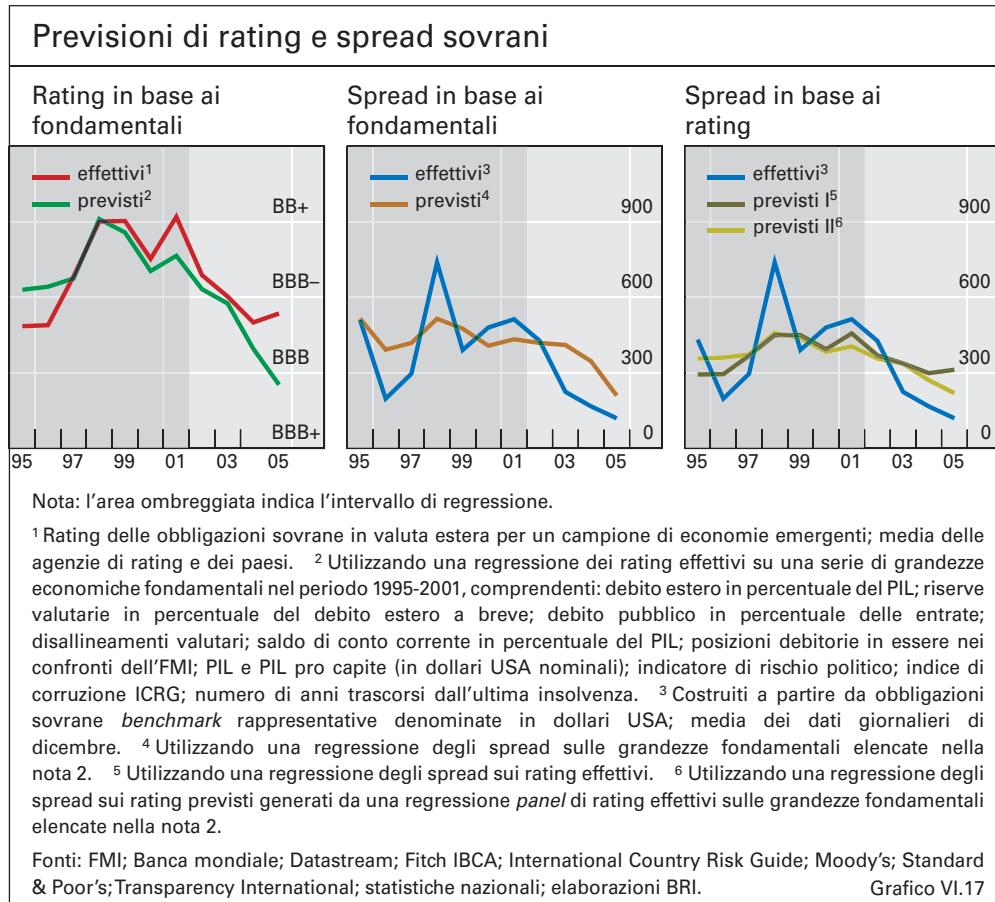
Fonti: Datastream; JPMorgan Chase; Standard & Poor's; elaborazioni BRI.

Grafico VI.16

... potrebbero dissimulare il miglioramento dei fondamentali

Vi sono riscontri statistici a conferma di un effettivo inasprimento dei criteri di valutazione. Il grafico VI.17 mostra i rating attuali (medi) e quelli previsti (medi) in base a una regressione *panel* di rating sovrani effettuata su una serie di variabili economiche per un campione relativamente ampio di economie emergenti. Il modello è piuttosto efficace nel prevedere i rating medi sul debito pubblico in valuta estera nel periodo 1995-2001, mentre le previsioni per il periodo fuori campione 2002-05 risultano tendenzialmente più elevate dei valori effettivi medi riscontrati. Per l'intero campione di paesi il modello indica che nel 2005 il rating medio sul debito pubblico in valuta avrebbe dovuto approssimarsi a BBB, mentre quello effettivo medio si situava a un grado inferiore, intorno a BBB-. Tuttavia, specificazioni differenti del modello forniscono risultati meno chiari. Ad esempio, se si escludono dalla regressione i paesi che hanno mantenuto un rating *investment grade* durante tutto il periodo 1995-2005, la differenza fra rating previsti ed effettivi non è più manifesta.

Quand'anche si ammettesse l'inasprimento dei criteri di valutazione, questo non basterebbe a spiegare interamente la compressione degli spread. Il diagramma centrale del grafico VI.17 pone gli spread in relazione diretta con i fondamentali, senza considerare i rating. Gli spread previsti per il periodo 2002-05 superano – di circa 90 punti base a fine 2005 – quelli effettivi medi per l'intero campione di paesi. Tuttavia, come si può notare dal diagramma di destra del grafico, i cambiamenti dei criteri utilizzati dalle agenzie di rating sono responsabili, al massimo, di circa la metà di questa differenza.



In sintesi, il confronto degli spread dei mercati emergenti nel corso del tempo e in relazione ai rating creditizi indica che i bassi livelli attuali dei differenziali sono attribuibili sia a un miglioramento dei fondamentali dell'economia – forse maggiore di quanto non emerge dai rating sovrani – sia all'accresciuta propensione al rischio degli investitori. Nella misura in cui, agli inizi del 2006, gli spread risultavano più contenuti di quanto giustificato dai fondamentali, i mercati emergenti sono divenuti più vulnerabili a una possibile rivalutazione del rischio.

VII. Il settore finanziario

Aspetti salienti

Durante il periodo in rassegna non vi sono stati grandi cambiamenti nel quadro di insieme del settore finanziario delle economie industriali. Sono proseguiti i buoni risultati nella maggior parte delle aree operative. La redditività ha tratto beneficio dall'accresciuta domanda di credito e di altri servizi connessi con l'attività nel mercato dei capitali, dall'abbondante offerta di liquidità e dal clima creditizio molto favorevole. Nei casi in cui si sono manifestati problemi, le istituzioni hanno potuto farvi fronte. La dotazione di capitale appare sufficiente ad assorbire l'impatto di eventuali sviluppi avversi nel futuro immediato.

Le potenziali fonti di vulnerabilità continuano a essere inscindibilmente collegate agli andamenti macroeconomici futuri e al ritmo di aggiustamento degli squilibri finanziari. Sono in effetti emersi segni di una flessione in certi settori operativi e di una crescente rischiosità in altri. Le istituzioni restano esposte a fattori di rischio comuni, associati a un probabile ritorno dei tassi di interesse su livelli più normali e a una possibile svolta nel ciclo del credito. L'esposizione delle banche verso il mercato immobiliare si è accentuata e un eventuale rallentamento dell'espansione creditizia potrebbe avere un impatto negativo sui profitti bancari.

Nel complesso, per il settore finanziario gli anni a venire saranno probabilmente più irti di difficoltà rispetto al recente passato. Ciò rende ancora più importante un'adeguata gestione del rischio e l'apprestamento di difese contro fattori di tensione previsti e imprevisti. Dal punto di vista del sistema finanziario nel suo insieme, la gestione del rischio dipende in modo cruciale dalla qualità delle informazioni a disposizione degli operatori economici riguardo alla situazione finanziaria di istituzioni omologhe e controparti. Una interazione armoniosa fra i principi di rendicontazione finanziaria, le modalità di gestione del rischio nelle singole aziende e il quadro prudenziale può costituire un fattore di forza per il sistema finanziario. La sezione finale di questo capitolo analizza con un certo grado di dettaglio questi aspetti.

La performance del settore finanziario

In generale, nel periodo in esame le imprese finanziarie hanno continuato a realizzare buoni risultati di gestione. Salvo poche eccezioni, la redditività è rimasta elevata e i settori dove si sono manifestate circostanze avverse hanno potuto farvi fronte senza eccessivi problemi. Il continuo acuirsi delle pressioni concorrenziali ha tuttavia causato un ulteriore restringimento dei margini, compensato da una rapida crescita del volume di attività. Questa crescita potrebbe però rivelarsi vulnerabile in caso di cambiamenti nel clima macroeconomico.

Banche commerciali

Nella maggior parte delle aree geografiche le istituzioni bancarie hanno fatto registrare ottimi risultati economici, proseguendo la tendenza in atto già da vari anni. Il margine netto di interesse si è ancora assottigliato, di riflesso alle pressioni concorrenziali e all'appiattimento delle curve dei rendimenti, specie negli Stati Uniti. I maggiori proventi da interessi vanno pertanto ricondotti alla forte espansione dei crediti, che ha compensato i più ristretti margini. Il saggio di redditività sugli impieghi totali non è variato di molto, a causa soprattutto dei costi operativi in calo e del livello minimo degli oneri per accantonamenti, mentre il contributo dei redditi non da interessi è rimasto stabile (tabella VII.1).

Forti utili malgrado i minori margini di interesse

Nel 2005 le banche statunitensi hanno realizzato utili record, facendo registrare indici di redditività sugli impieghi e sul capitale proprio appena inferiori ai massimi storici del 2003. Anche per le maggiori banche europee si sono potuti osservare ottimi rendimenti, sebbene i raffronti intertemporali risultino complicati dal fatto che in molti casi i bilanci sono stati redatti per la prima volta in base ai principi internazionali di rendicontazione finanziaria (International Financial Reporting Standards, IFRS). Nonostante l'impatto esercitato su talune poste, fra cui margine di interesse, crediti in sofferenza e capitale proprio, la transizione non sembra avere provocato un'eccessiva volatilità dei conti economici.

L'attività al dettaglio ha continuato a essere il motore primo della buona performance finanziaria delle banche. In molti paesi sono stati i mutui ipotecari a trainare l'espansione del credito. In Francia e Spagna, ad esempio, il rapido aumento di questi impieghi, sullo sfondo di un mercato delle abitazioni sostenuto, ha dato impulso ai ricavi. In aggiunta, le gestioni patrimoniali e la

Crescita dell'attività al dettaglio ...

Redditività delle maggiori banche¹

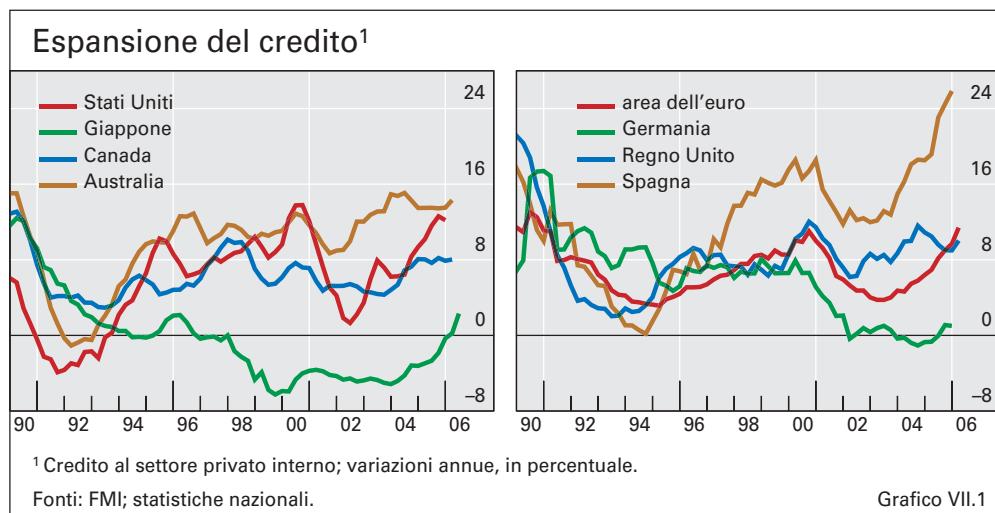
In percentuale sul totale medio dell'attivo

	Utili lordi di imposta			Oneri per accantonamenti			Margine di interesse netto			Costi operativi		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Stati Uniti (12)	2,20	1,81	2,06	0,37	0,24	0,23	2,99	2,86	2,65	3,77	3,75	3,32
Canada (5)	1,08	1,23	1,01	0,25	0,06	0,10	2,16	1,99	1,79	3,26	2,93	3,00
Giappone ² (15)	0,11	0,26	0,84	0,81	0,47	0,22	1,08	0,98	1,07	2,14	1,59	1,42
Australia (4)	1,63	1,48	1,76	0,23	0,18	0,16	2,33	2,09	2,06	2,39	2,18	2,08
Regno Unito ³ (9)	1,24	1,16	0,99	0,43	0,30	0,29	2,12	1,78	1,44	2,62	2,25	1,80
Svizzera ^{3, 4} (5)	0,42	0,67	0,67	0,03	-0,01	-0,01	0,99	0,87	0,65	2,78	2,46	2,39
Svezia ³ (4)	0,87	1,04	0,91	0,11	0,03	0,00	1,61	1,43	1,02	1,63	1,40	1,05
Austria ³ (3)	0,61	0,78	0,85	0,37	0,34	0,31	1,86	1,83	1,64	2,58	2,41	2,09
Germania ^{3, 4} (9)	0,04	0,17	0,41	0,28	0,23	0,08	0,81	0,73	0,66	1,58	1,48	1,25
Francia ^{3, 4} (7)	0,68	0,80	0,70	0,19	0,11	0,07	1,17	1,03	0,85	2,07	1,80	1,36
Italia ³ (6)	0,80	0,87	1,07	0,51	0,42	0,21	2,12	1,92	1,63	2,99	2,65	1,99
Paesi Bassi ^{3, 4} (4)	0,69	0,51	0,60	0,21	0,08	0,06	1,69	1,30	1,11	2,12	1,56	1,35
Spagna ^{3, 4} (5)	1,61	1,37	1,46	0,49	0,35	0,30	3,02	2,29	2,07	3,17	2,49	2,17

¹ Le cifre tra parentesi indicano il numero di banche considerate. ² Per il 2005, dati annualizzati basati sui bilanci di metà esercizio. ³ Per il 2005, cifre basate sui principi IFRS. ⁴ Per il 2005, dati provvisori.

Fonte: Fitch Ratings.

Tabella VII.1



vendita di prodotti previdenziali e assicurativi hanno alimentato i proventi non da interessi. La crescita dell'attività di *retail banking* ha mostrato ben pochi segni di cedimento e potrebbe senz'altro rafforzarsi ulteriormente nei paesi in cui l'indebitamento delle famiglie rimane relativamente modesto, come l'Italia.

L'espansione del credito è proceduta a ritmi differenti a seconda dei paesi, fornendo un quadro di insieme piuttosto contrastato (grafico VII.1). Nei paesi in cui era stata debole ha segnato una certa accelerazione, mentre in altri, come Australia, Canada e Regno Unito, vi è stato un lieve rallentamento. Nell'area dell'euro il robusto tasso medio di crescita del credito (11%) cela sensibili differenze fra i singoli paesi. Mentre in Germania i prestiti sono rimasti pressoché stazionari, in Spagna, dove le banche hanno beneficiato di una forte espansione dell'attività sia in patria che in America latina, l'incremento è stato tale da mettere sotto pressione la raccolta tramite depositi. I finanziamenti alle imprese hanno acquisito slancio su entrambe le sponde dell'Atlantico. I criteri per la concessione del credito a questa categoria di mutuatari sono divenuti meno stringenti, mentre paiono essere rimasti sostanzialmente invariati quelli applicati alle famiglie. Negli Stati Uniti il ritmo di crescita dei prestiti erogati alle società ha raggiunto quello dei mutui ipotecari; sono invece rallentati i crediti al consumo.

Sul versante dei costi le banche hanno continuato a raccogliere i frutti dei passati interventi di ristrutturazione e razionalizzazione, mentre il favorevole clima creditizio ha contribuito a ridurre ulteriormente la quota delle sofferenze, specie sui prestiti commerciali e ipotecari. Di conseguenza, in vari paesi gli accantonamenti per perdite su crediti sono scesi a livelli storicamente bassi, giacché le banche non sono state colpite da eventi creditizi di rilievo. In effetti, gli Stati Uniti non registrano alcun fallimento bancario dal 2004, il più lungo periodo senza discessi da oltre settant'anni. Grazie anche alla diversificazione geografica e operativa, le banche hanno potuto far fronte a vari fattori avversi, fra cui calamità naturali, vertenze legali e l'appiattimento della curva dei rendimenti. Le perdite sono state perlopiù circoscritte ai crediti al consumo, specie nel segmento delle carte di credito. L'aumento delle azioni promosse verso la fine del 2005 può essere imputato soltanto in parte a modifiche nella

... e della domanda
di credito

Costi più bassi

legislazione sui fallimenti, dato che la situazione finanziaria dei consumatori appare generalmente tesa. Il ciclo del credito sembra aver già toccato il punto di svolta nel Regno Unito, dove l'aumento dei tassi di interesse e il rincaro delle utenze, congiuntamente al raffreddamento del mercato delle abitazioni, hanno messo sotto pressione i bilanci delle famiglie altamente indebite. Il numero di fallimenti di persone fisiche è cresciuto, e con esso l'ammontare degli arretrati e degli accantonamenti a fronte dei prestiti personali, fra cui le carte di credito. Tuttavia, grazie alla loro redditività, efficienza di costo e diversificazione, le banche britanniche dovrebbero essere in grado di fronteggiare un eventuale deterioramento della situazione.

L'alleggerimento dei costi connessi con l'intermediazione creditizia ha costituito un fattore di forza per le banche giapponesi, che, realizzando la migliore performance del recente passato, si sono lasciate alle spalle oltre un decennio di debolezza. I minori oneri per svalutazioni di crediti hanno contribuito a portare il risultato operativo netto in territorio decisamente positivo. Le migliorate condizioni delle imprese hanno parimenti alleviato il problema delle sofferenze, la cui incidenza sul totale degli impieghi delle maggiori banche è ulteriormente diminuita. Gli utili non distribuiti hanno inoltre migliorato la qualità del capitale proprio, facendo scendere a meno del 20% la quota dei fondi pubblici sul patrimonio di base. Il ritorno alla redditività è stato propiziato dalle plusvalenze contabili sullo stock di azioni, che dovrebbero sopravanzare le perdite potenziali sui portafogli obbligazionari in caso di rialzo dei tassi di interesse (Capitolo IV). Quel che più importa, la diffusa ripresa economica fa prospettare il rilancio di un'attività creditizia profittevole, poiché per la prima volta dal 1994 la crescita dei prestiti è tornata a essere positiva.

Il perseguitamento dell'espansione attraverso l'operatività al dettaglio e la prospettiva delle efficienze di costo conseguibili grazie alla crescita dimensionale hanno continuato a stimolare l'integrazione nel settore bancario. La precedente ondata di fusioni fra le banche maggiori negli Stati Uniti ha lasciato spazio per operazioni di piccole e medie dimensioni volte a realizzare una migliore diversificazione geografica. I cambiamenti nel panorama concorrenziale europeo sono stati più differenziati. In Francia e Germania è proseguita l'integrazione in reti cooperative da parte di banche minori operanti al dettaglio. La novità nel periodo in esame è stato piuttosto il numero delle acquisizioni transfrontaliere di maggiore entità, che in molti casi hanno avuto come protagoniste le istituzioni italiane, in veste sia di aziende bersaglio sia di acquirenti, anche se non sono mancate operazioni riguardanti banche di paesi alla periferia dell'area dell'euro.

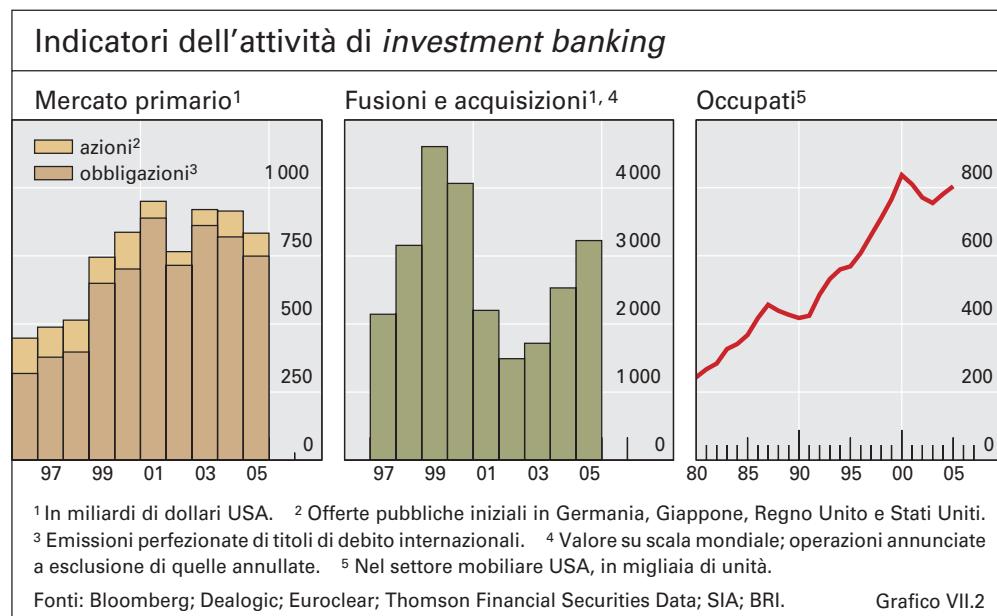
Investment banking

Le banche d'affari hanno messo a segno un anno di risultati straordinari. La redditività del capitale proprio si è situata fra il 15 e il 30%, grazie ai profitti eccezionali conseguiti in varie aree di operatività. Oltre ai proventi tradizionali dell'attività caratteristica, molte istituzioni sono riuscite a realizzare cospicui utili da negoziazione. Un fattore trainante nel primo caso è stato il boom delle fusioni e acquisizioni (grafico VII.2 e Capitolo VI), da cui hanno tratto impulso sia i servizi di consulenza sia la sottoscrizione dei prestiti sottostanti. Gli analisti

Rafforzamento dei bilanci in Giappone

Consolidamento in Europa

Le operazioni di fusione e acquisizione alimentano i profitti



prevedono che questa attività rimanga sostenuta alla luce del livello dei profitti societari e delle operazioni progettate, nelle quali appaiono in crescita le dimensioni e il grado di tolleranza verso la leva finanziaria.

Espansione

Le commissioni per l'attività di consulenza e di sottoscrizione nelle fusioni e acquisizioni sono state appannaggio soprattutto delle banche d'affari di primaria importanza. Rispetto agli anni passati, queste banche si sono finanziate in misura maggiore con operazioni pronti contro termine. Nuove importanti fonti di reddito sono provenute dall'intensa negoziazione in materie prime e titoli collegati all'energia, nonché dalle attività collegate alla gestione di fondi di *private equity*. Altre aree proficue sono state la sottoscrizione di prodotti creditizi e la fornitura di servizi di mediazione agli *hedge fund*. Il settore è in fase di espansione e sta assumendo nuovo personale, recuperando così buona parte della contrazione subita agli inizi degli anni duemila.

Hedge fund

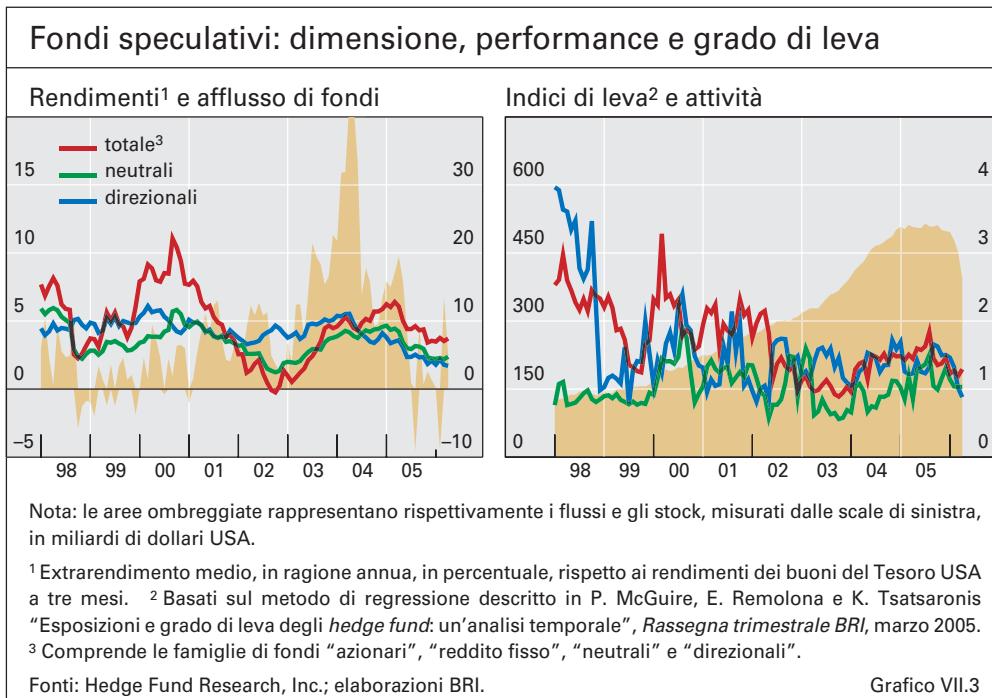
Dopo un periodo di rapida crescita nella prima metà del decennio, lo scorso anno il settore degli *hedge fund*, o fondi speculativi, ha fatto registrare un regresso per quanto concerne sia la performance sia l'afflusso di nuove risorse, mentre l'accresciuta presenza degli investitori istituzionali ha indotto ulteriori cambiamenti negli assetti operativi.

In regresso la performance dei fondi speculativi ...

Il calo della performance nel 2005 ha interessato un po' tutte le categorie di fondi. Ciò è verosimilmente il risultato del crescente affollamento in questo settore di attività, dove una moltitudine di gestori cerca di sfruttare un ventaglio ristretto di opportunità (grafico VII.3). Un altro indizio di tale fenomeno è la minore varianza dei risultati fra le diverse strategie di investimento.

... mentre rallentano gli afflussi ...

Di riflesso ai mediocri risultati, è altresì calato l'interesse degli investitori, misurato dalla quota dei fondi affluiti al settore. Per la prima volta dall'episodio di LTCM, nel 2005 si sono registrati vari mesi di deflussi netti. Inoltre, il numero di fondi speculativi di nuova creazione non è stato sufficiente a compensare il normale tasso di uscita dal mercato.



Malgrado il declino della performance, appare sempre più evidente che i fondi speculativi sono diventati un'opzione di investimento accettabile anche per i convenzionali investitori istituzionali. Si sono ulteriormente intensificati i legami fra il settore e le società più affermate nella gestione patrimoniale o nei servizi di *private banking*, molte delle quali hanno inserito l'investimento negli *hedge fund* fra i prodotti offerti alla clientela. In numerosi casi ciò ha comportato il vero e proprio acquisto dell'intero portafoglio di fondi di fondi. La tendenza calante, osservata negli ultimi anni, della variabilità dei rendimenti conseguiti dai singoli *hedge fund* è un'altra conseguenza dell'influsso esercitato dagli investitori istituzionali, tradottosi in requisiti più rigorosi in ordine alla gestione del rischio, alla rendicontazione e alla coerenza nelle strategie di investimento.

... e diventa più convenzionale il profilo dei fondi

Private equity

Negli ultimi anni si è assistito a una fortissima crescita nell'attività dei fondi di *private equity*, manifestatasi sia nella raccolta di mezzi, sia nella partecipazione a operazioni di controllo societario. Vari sono i fattori che possono spiegare l'accresciuto interesse per questo settore di intermediazione, come la delusione degli investitori nei confronti dei mercati azionari ufficiali dopo lo scoppio della bolla tecnologica, o ancora il basso livello dei rendimenti e le condizioni di liquidità estremamente favorevoli. Al tempo stesso, questi sviluppi hanno suscitato timori per le potenziali conseguenze sul piano della stabilità finanziaria, dato il ruolo importante del finanziamento con capitale di prestito nelle strategie di *private equity*.

I fondi in questione consistono in *pool* di investitori specializzati nel fornire risorse di capitale a società caratterizzate da elevata rischiosità e intensità informativa. Ne esistono due tipi principali. Un primo tipo (*venture capital*) comprende i fondi che finanziano società non aventi accesso ai mercati ufficiali,

Le strutture dei fondi di *private equity* ...

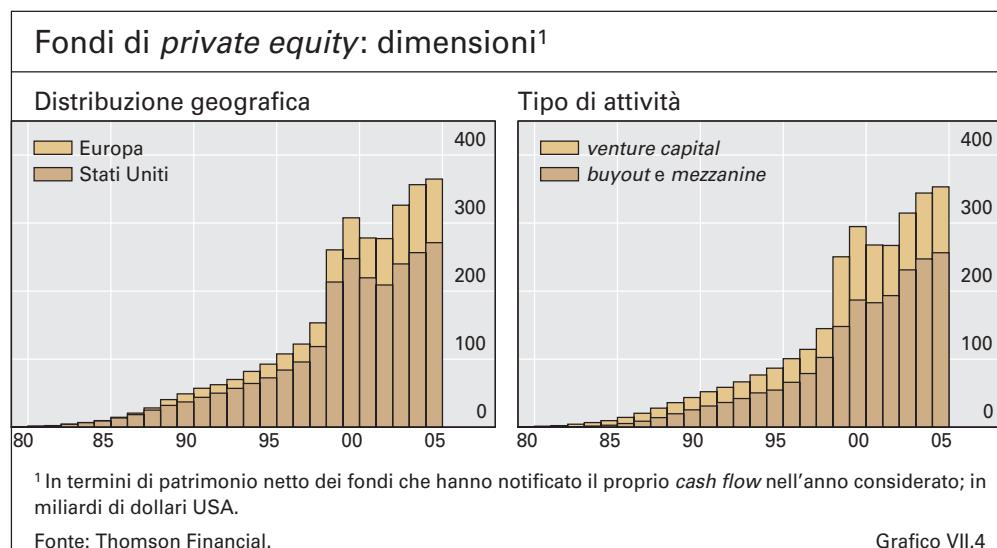
come nuove iniziative imprenditoriali con un alto potenziale di crescita ma prive di un passato reddituale consolidato, oppure aziende di medie dimensioni bisognose di fondi per superare crisi di liquidità, modificare la struttura patrimoniale o acquisire altre società. Al secondo tipo (*buyout*) appartengono invece i fondi specializzati nell'acquisto di società quotate che vengono successivamente tolte dal listino. Di regola tali acquisizioni sono finanziate in parte con l'emissione di debito, incrementando considerevolmente l'indice di leva dell'azienda rilevata. I benefici finanziari attesi provengono dai dividendi nel medio periodo e/o dalla plusvalenza finale realizzata con la rivendita della società sia sul mercato non ufficiale sia attraverso un'offerta pubblica.

... premiano
l'assunzione di
rischio

I fondi di *private equity* sono organizzati in forma di società di persone e la loro struttura di incentivi ricalca quella di altri veicoli di investimento aggressivi, come i fondi speculativi. Le operazioni da essi condotte richiedono acume finanziario, abilità manageriali e imprenditorialità, poiché i soci partecipano attivamente alla gestione delle aziende in cui investono. Questi ultimi sono ricompensati da commissioni generose e remunerazioni rapportate alla performance, oltre che dall'aspettativa di spartire con gli altri investitori un elevato tasso di rendimento interno sul capitale impiegato. I fondi raccolgono i mezzi finanziari presso individui titolari di grandi patrimoni e vari investitori istituzionali, come fondi pensione e fondazioni, nonché da altre imprese, finanziarie e non.

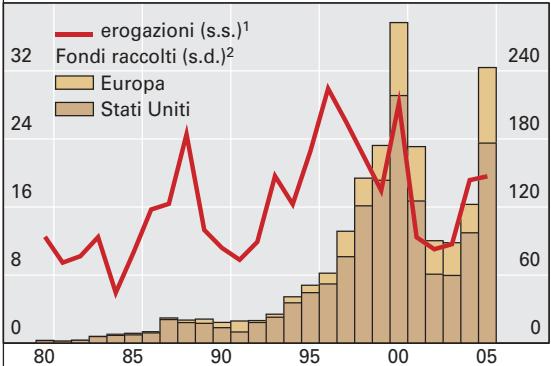
Forte crescita
dell'attività ...

Il settore dei fondi di *private equity* ha fatto registrare uno sviluppo considerevole a partire dalla fine degli anni novanta. Dopo il leggero e temporaneo rallentamento seguito al periodo di rapida crescita delle attività in gestione fatto registrare da tutte le categorie di fondi durante il boom degli investimenti tecnologici, negli ultimi due anni l'espansione è ripresa (grafico VII.4). Sebbene la maggior parte dei fondi operi negli Stati Uniti, è in Europa che si sono realizzati gli incrementi più ingenti negli ultimi tempi. Tradizionalmente la parte preponderante delle attività del settore fa capo ai fondi del tipo *buyout*. Il leggero calo della loro quota aggregata intorno al culmine della bolla internet è stato recuperato sulla scia della recente ripresa delle operazioni di fusione e acquisizione (Capitolo VI).



Fondi di *private equity*: flussi finanziari e rendimento

Flussi finanziari



¹ In percentuale del patrimonio netto. ² In miliardi di dollari USA. ³ Tasso di rendimento interno (orizzonte di un anno); media per tutti i tipi di fondi, ponderata in base all'ammontare, in percentuale.

Fonte: Thomson Financial.

Rendimento³

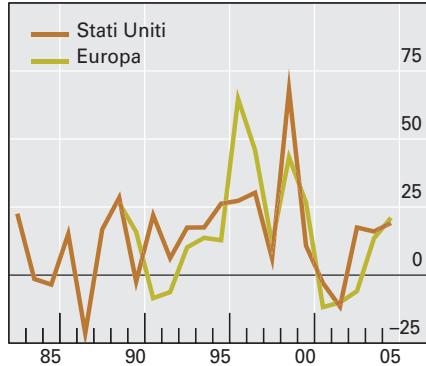


Grafico VII.5

Nei due anni passati sono fortemente aumentati i mezzi raccolti a livello globale, fino a raggiungere nel 2005 la cifra di \$240 miliardi, inferiore soltanto a quella toccata nel 2000, al culmine del boom del settore tecnologico (grafico VII.5). Anche i proventi incassati dagli investitori hanno seguito un profilo analogo, pur mostrando maggiore volatilità. Vi sono tuttavia indicazioni aneddotiche secondo cui taluni fondi tendono ora a privilegiare formule più accelerate di remunerazione degli investitori e dei soci, rispetto alla distribuzione posticipata degli introiti ricavati dalla liquidazione finale degli investimenti. Gli elevati tassi di rendimento medio dei fondi di *private equity* spiegano l'interesse mostrato dagli investitori esterni, nonostante la volatilità e la relativa illiquidità che li caratterizzano (grafico VII.5, diagramma di destra).

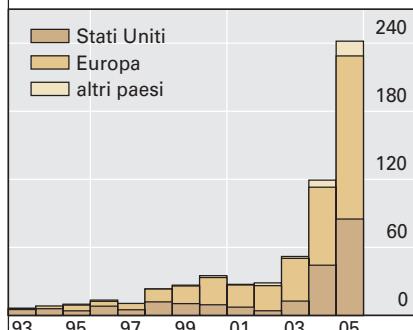
I cicli nell'attività dei fondi di *private equity* sono correlati alla disponibilità e al costo del finanziamento, nonché all'andamento generale dei bilanci societari. Le operazioni di *leveraged buyout* (LBO) sono stimolate dai bassi

... della raccolta di fondi ...

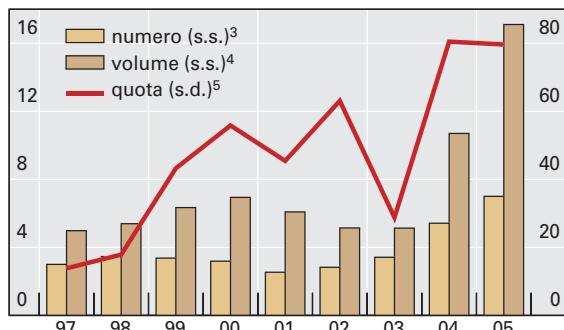
... e dei finanziamenti di operazioni di LBO

Prestiti per operazioni di LBO: volume e rischiosità

Volume per nazionalità del mutuatario¹



Rischiosità²



¹ In miliardi di dollari USA. ² Misurata dai nuovi prestiti con rating inferiore a BB-. ³ In centinaia. ⁴ In decine di miliardi di dollari USA. ⁵ In percentuale sul totale dei nuovi prestiti per operazioni di LBO.

Fonte: Dealogic Loanware.

Grafico VII.6

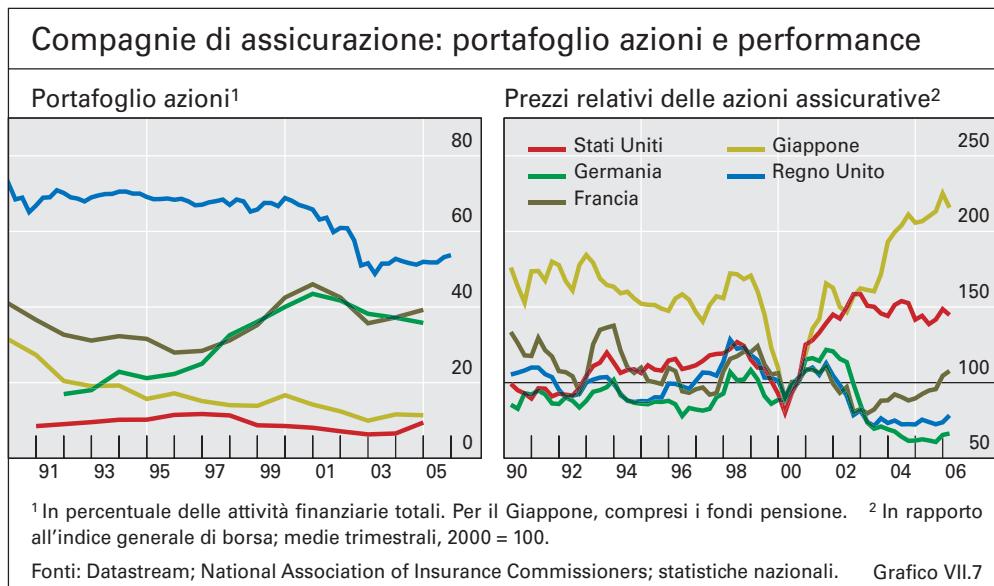
tassi di interesse e dalla presenza di società bersaglio con azioni la cui performance scadente è legata a una struttura patrimoniale troppo prudente. I precedenti periodi di crescita delle operazioni di LBO avevano coinciso con eventi innovativi, come la forte espansione del mercato delle obbligazioni "spazzatura" negli ultimi anni ottanta o il boom delle nuove società internet dieci anni dopo. Nel ciclo attuale paiono avere un ruolo importante anche i bassi costi di finanziamento e una maggiore tolleranza verso il rischio e la leva finanziaria. È stato impressionante l'aumento recente dei prestiti sindacati internazionali collegati a LBO, che nel 2005 hanno totalizzato oltre \$240 miliardi, per la maggior parte allestiti in favore di prepositori europei (grafico VII.6). Altrettanto significativo appare il calo della qualità creditizia: circa l'80% dei prestiti collegati a LBO – oltre sei volte la quota rilevabile per l'insieme del mercato dei prestiti sindacati – era costituito da passività ad alto rendimento.

Compagnie di assicurazione

Nel 2005 la performance delle imprese di assicurazione del ramo vita ha beneficiato delle favorevoli condizioni finanziarie. Per converso, questo stesso anno è stato in assoluto il più gravoso per le assicurazioni del ramo danni e per le riassicurazioni, soprattutto a causa delle ingenti richieste di risarcimenti collegate a calamità naturali.

La solidità finanziaria delle assicurazioni vita è ulteriormente cresciuta. L'andamento positivo dei mercati azionari ha reso possibili risultati migliori nella gestione patrimoniale e un rafforzamento della base di capitale (grafico VII.7). Le compagnie giapponesi hanno ampliato i loro margini di solvibilità grazie all'aumento della raccolta premi, al minor numero di polizze rescritte e alle plusvalenze contabili sul portafoglio azionario. Le polizze *with-profit unit-linked* (rivalutabili in base al valore delle quote parti di fondi di investimento) hanno riscosso successo nel Regno Unito e in Francia sulla scia delle buone prospettive dei mercati azionari. Per contro, i bilanci di talune compagnie europee del ramo vita hanno continuato a essere oberati dal retaggio degli elevati

Si rafforzano ulteriormente le assicurazioni del ramo vita



rendimenti garantiti in un contesto di bassi tassi di interesse a lungo termine, sicché le pressioni sulla solvibilità non sono del tutto scomparse.

L'aspra concorrenza, la migliorata capitalizzazione e il perseguitamento di efficienze operative hanno incoraggiato il consolidamento nel comparto vita. In Europa negli ultimi due anni questa tendenza si è manifestata prevalentemente sotto forma di fusioni e acquisizioni di modesta portata. Negli Stati Uniti, invece, grandi gruppi finanziari e non finanziari hanno scorporato le proprie unità di assicurazione vita o le hanno cedute ad altri assicuratori.

Un problema potenziale per le compagnie del ramo vita deriva dalla lentezza con cui il previsto aumento del rischio longevità viene incorporato nelle valutazioni di bilancio. A ciò si aggiunga che gli strumenti per il trasferimento di questo tipo di rischio sono ancora poco sviluppati. La domanda di *longevity bond* rimane infatti limitata, così come la capacità del settore riassicurativo di coprire tali esposizioni.

Nel 2005 le assicurazioni del ramo danni sono state chiamate a erogare risarcimenti per un ammontare record, che si stima doppio rispetto a quello del 2004. Gran parte degli oneri relativi ai sinistri è imputabile ai tre uragani caraibici. Pertanto, le imprese USA di assicurazione contro i danni materiali e personali hanno subito in termini relativi le più gravi perdite mai registrate a causa di catastrofi dal terremoto di San Francisco del 1906. Malgrado il conseguente calo degli utili della gestione tecnica, il settore ha dato prova di resilienza, aiutato in ciò dai maggiori ricavi da investimenti e dal trasferimento di rischi a imprese di riassicurazione.

Grazie ai cospicui redditi finanziari e a una sufficiente diversificazione, nella maggior parte dei casi le società di riassicurazione hanno potuto far fronte alle eccezionali richieste di rimborso collegate alle calamità dello scorso anno. Nondimeno, talune compagnie riassicurative specializzate con sede nelle Bermude hanno subito un deterioramento patrimoniale e declassamenti del rating. La tendenza all'aumento degli esborsi per sinistri risultante dalla crescente forza devastatrice dei cicloni, dalla maggiore densità della popolazione e dal boom delle residenze costiere costituisce una perdurante sfida per le istituzioni in questione.

Il settore assicurativo europeo è alle prese con vari problemi legati ai cambiamenti del quadro istituzionale. Nel periodo in rassegna, grazie all'intenso dibattito fra le istanze ufficiali e gli esponenti del settore, si sono compiuti ulteriori progressi nell'ambito del progetto Solvibilità II, che dovrebbe accrescere l'impegno delle istituzioni nella gestione del rischio. A livello attuativo, la nuova regolamentazione sui requisiti di solvibilità delle compagnie di assicurazione europee interagirà con le previste modifiche dei principi per la redazione degli schemi di bilancio. In Europa l'introduzione dei principi contabili IASB è iniziata nel 2005 e i suoi effetti sono ancora incerti. Nella fase attuale è possibile che essi aumentino la variabilità dei risultati economici, poiché l'estensione del principio del valore equo (*fair value*) ad altre classi di attivi patrimoniali delle imprese assicurative potrebbe accrescere l'asimmetria rispetto agli attuali criteri di valutazione del passivo. In vista della possibile applicazione integrale del valore equo, le assicurazioni hanno perseguito un maggiore allineamento fra attività e passività, ampliando gli investimenti

Richieste record di rimborso nel ramo danni ...

... fronteggiate senza grossi problemi

Sfide sul piano regolamentare in Europa

in titoli a lungo termine e riducendo le esposizioni nel mercato azionario (Capitolo VI).

Fondi pensione

Insufficiente copertura dei fondi pensione

Negli ultimi anni diversi sviluppi concernenti i fondi pensione aziendali hanno richiamato l'attenzione degli analisti e degli organi di vigilanza. Gli indici di copertura si sono deteriorati per effetto dei bassi rendimenti che hanno contrassegnato i primi anni di questo decennio. L'esiguità dei proventi sul patrimonio investito è stata acuita dall'effetto di dilatazione del valore delle passività risultante dai bassi tassi di sconto. All'impatto di questo insieme di fattori si è aggiunta la circostanza che molti gestori avevano approfittato del contesto di mercato molto favorevole nella seconda metà degli anni novanta per ridurre i livelli contributivi, basandosi su estrapolazioni ottimistiche degli eccellenti risultati reddituali.

I cambiamenti del quadro normativo ...

Diversi importanti cambiamenti nel quadro istituzionale che disciplina i fondi pensione aziendali sono probabilmente destinati a esercitare un influsso duraturo sui loro profili gestionali e di investimento. Alcune giurisdizioni stanno adottando nuove norme che prevedono un inasprimento della soglia minima di copertura al disotto della quale il gestore del fondo è tenuto ad aumentare i contributi. Inoltre, i nuovi principi contabili vanno nella direzione di un maggiore utilizzo delle valutazioni ai prezzi correnti di mercato per le attività e le passività connesse con le prestazioni di quiescenza. Ciò limita la discrezionalità dei gestori nel valutare le attività in base ai rendimenti attesi e nel livellare nel tempo i tassi di sconto applicati alle passività.

... potrebbero influire sull'allocazione delle attività ...

Tali cambiamenti hanno avuto come effetto immediato quello di aumentare la consapevolezza delle imprese e dei soggetti esterni portatori di interessi riguardo all'entità dei problemi connessi con un'insufficiente copertura delle passività pensionistiche. I nuovi standard pongono l'accento sull'importanza di una sana gestione del rischio in relazione a queste passività e dovrebbero migliorare la trasparenza dei legami fra la performance degli schemi previdenziali e i risultati economici dell'azienda. Essi paiono inoltre aver influito sulle scelte di investimento. Le riallocazioni in favore di titoli a reddito fisso a più lungo termine sono viste come un tentativo di immunizzare i portafogli contro la variabilità delle passività pensionistiche risultante dai movimenti dei tassi di interesse (Capitolo VI).

... e sulla struttura dei fondi

I predetti mutamenti strutturali dovrebbero accentuare la tendenza, già in atto da tempo in vari paesi, a sostituire gli schemi a prestazione definita con quelli a contribuzione definita. Le questioni che sollevano riguardano i connessi effetti sulla domanda delle varie categorie di attività e sulle dinamiche di mercato. Più in generale, ci si chiede se vi saranno conseguenze di ampia portata sulle modalità di finanziamento dell'economia e sui tipi di investimento privilegiati dai mercati.

Vulnerabilità

In prospettiva, i principali fattori di vulnerabilità sono collegati alla rapidità con cui potrebbe mutare l'attuale contesto di liquidità abbondante. Una tale

evenienza potrebbe pregiudicare la sostenibilità dei bilanci delle famiglie e delle imprese qualora ne dovessero conseguire brusche correzioni dei prezzi delle attività, con effetti concomitanti sulla solidità delle istituzioni finanziarie.

Fonti potenziali di pressione sulla redditività bancaria

Il perdurare di elevati livelli di redditività bancaria negli anni recenti, sullo sfondo del clima economico favorevole, porta a interrogarsi sulla loro sostenibilità a lungo termine. La questione assume particolare rilievo alla luce di possibili aumenti dei tassi di interesse o di un deterioramento delle condizioni sul mercato dei capitali. Taluni sviluppi influenti sul margine di interesse o sul rischio creditizio sono probabilmente destinati a generare maggiore incertezza circa la performance del settore bancario negli anni a venire. In diverse economie i margini netti da interessi sono tendenzialmente in calo dagli anni novanta, anche per effetto delle più intense pressioni concorrenziali. Al tempo stesso, le commissioni rivenienti dall'accresciuta attività al dettaglio hanno in molti casi contribuito ad ampliare i ricavi di altra fonte. Sullo sfondo di queste tendenze di lungo periodo, le determinanti dei profitti bancari hanno fluttuato in funzione delle variazioni cicliche del reddito, del credito e dei tassi di interesse.

Le relazioni storiche fra le componenti degli utili bancari e gli indicatori macroeconomici generali possono fornire alcune indicazioni circa i rischi per la redditività del settore connessi con l'evoluzione economica futura (tabella VII.2). Di norma, i proventi da interessi reagiscono positivamente a un aumento dei tassi di interesse e dell'inclinazione della curva dei rendimenti, dal momento che gli interessi attivi sono adeguati più rapidamente di quelli passivi (tabella VII.2, sezione sinistra). I margini delle banche nordamericane e britanniche paiono essere meno sensibili alle variazioni della struttura per scadenze dei rendimenti rispetto a quelli delle loro controparti dell'Europa continentale. Una spiegazione plausibile potrebbe derivare dalla più accesa concorrenza nell'ambito dei prodotti bancari tradizionali nel caso del Nord

Tendenza calante
dei margini di
interesse

Un rialzo dei tassi
può ampliare i
margini ...

Sensibilità dei risultati economici alle condizioni cicliche^{1, 2}

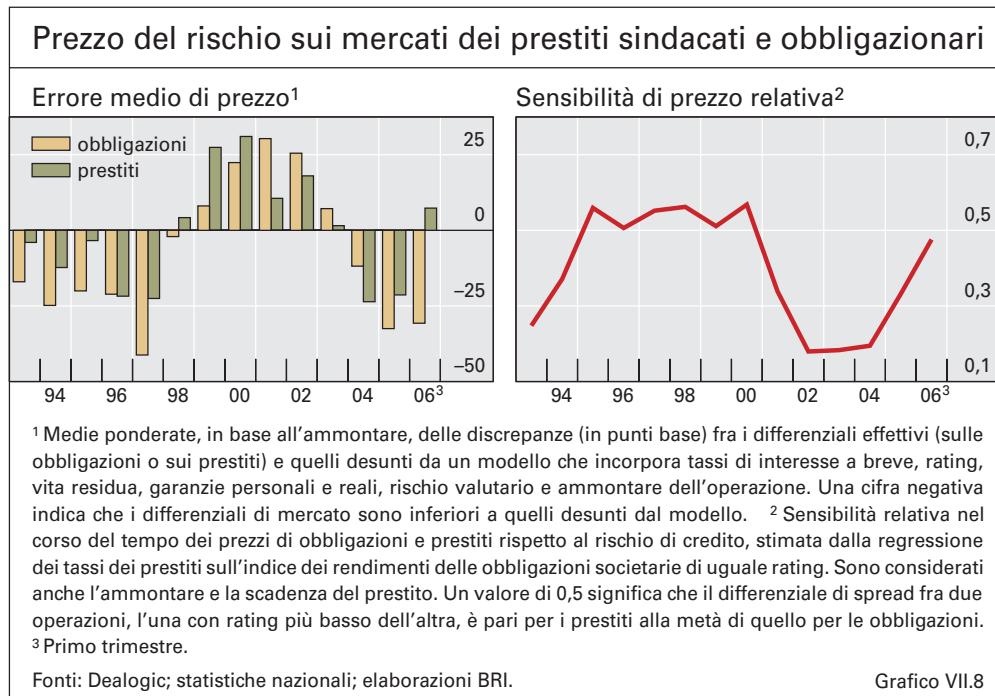
	Margine di interesse netto			Proventi non da interessi ³	Accantonamenti per perdite su crediti ³		
	Diff. di rendimento ⁴	Tasso a un mese	Crescita del PIL		Tasso a un mese ⁵	Crescita del PIL ⁵	Rendimenti azionari
Stati Uniti (12)	19,4**	11,7*	-5,4	0,3**	3,9**	-2,6	-0,9**
Canada (5)	15,8**	7,0**	-5,7**	1,1**	5,3**	-3,5**	-0,6**
Regno Unito (9)	8,6**	10,0**	4,3	-0,1**	6,0**	-7,1**	-0,3**
Germania (9)	22,2**	23,3**	-4,0*	0,1	0,8	-1,7*	-0,2**
Francia (8)	26,7**	27,6**	-4,5	0,8**	4,3**	-0,5	0,2**

Nota: i coefficienti rappresentano la variazione in punti base per una variazione di un punto percentuale della corrispondente variabile; i simboli * e ** denotano significatività statistica rispettivamente al livello del 10 e 5%.

¹ Le cifre fra parentesi indicano il numero di banche considerate. ² Regressione *panel* a effetti fissi su un rapporto costante prestiti/attivo specifico della banca considerata e sulle variabili macroeconomiche indicate. Periodo campione: dal 1990/91 al 2004/05, annuale. Le variabili macroeconomiche sono medie annue. ³ Normalizzati in base all'attivo totale. ⁴ Rendimento *benchmark* a 10 anni meno rendimento a un mese. ⁵ Ritardata di un anno.

Fonti: Fitch Ratings; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Tabella VII.2



America e dalla predominanza dei prestiti a tasso variabile nel Regno Unito. Un aumento dei tassi di interesse e una flessione dell'attività economica si accompagnano a costi creditizi più elevati, generalmente con un certo sfasamento temporale (tabella VII.2, sezione destra).

Questi profili storici possono servire da base per delineare l'impatto potenziale sui profitti bancari dei probabili sviluppi macroeconomici nei prossimi anni. Un rialzo dei tassi di interesse farà verosimilmente crescere i margini netti di interesse, specie nell'Europa continentale, mentre un influsso opposto proverà dall'appiattimento della curva dei rendimenti. D'altro canto, l'aumento dei tassi potrebbe anche far crescere gli oneri per le rettifiche di valore dei crediti, annullando parte dei maggiori proventi dell'intermediazione. Gli accantonamenti tendono ad aumentare in una fase di rallentamento economico, una prospettiva che causerebbe difficoltà in varie aree operative.

Inoltre, dopo un periodo di generose condizioni di prezzo, è possibile che gli spread incorporati nel portafoglio prestiti delle banche non siano sufficienti a compensare le maggiori svalutazioni connesse con un deterioramento della qualità creditizia. I recenti sviluppi sul mercato dei prestiti sindacati fanno ritenere che le condizioni di prezzo stiano ora divenendo più sensibili al rischio, con un ritorno verso valori più prossimi alle medie misurate lungo l'intero ciclo (grafico VII.8). Tuttavia, man mano che i crediti concessi nel periodo 2002-04 entreranno nella fase del ciclo di vita solitamente caratterizzata da più alti tassi di insolvenza, l'esiguità dei corrispondenti spread potrebbe gravare sugli utili delle banche. Tutte queste considerazioni impongono cautela nel proiettare l'attuale performance nel prossimo futuro.

Esposizione verso i mercati immobiliari

L'attività legata al mercato immobiliare rappresenta una componente in rapida crescita dell'operatività e dei profitti delle banche nell'attuale congiuntura. In

... ma cresce
anche gli
accantonamenti

in molti paesi l'espansione dei prestiti in tale comparto ha superato quella dei crediti alle imprese o al consumo. Ciò accresce il rischio di problemi risultanti sia da un'eccessiva esposizione verso il mercato dei fabbricati commerciali, sia da un raffreddamento del segmento delle abitazioni. Quest'ultimo ha in effetti cominciato a dare segni di flessione dopo molti anni di eccezionale crescita.

Nella maggior parte dei paesi il settore degli immobili commerciali si è riavuto da una situazione di debolezza. In particolare, è diminuita l'incidenza dei fabbricati vuoti e i prezzi hanno ripreso quota rispetto al 2004 (tabella VII.3). Al tempo stesso, le esposizioni degli istituti bancari verso il settore sono rapidamente aumentate in relazione al patrimonio e al totale dell'attivo in molti paesi. Negli Stati Uniti, ad esempio, i crediti di questo tipo sono cresciuti dell'80% nei cinque anni passati e rappresentano oggi il 13,5% degli impieghi complessivi delle banche, un livello equivalente a quello toccato nel 1988, al culmine del precedente ciclo. Analogamente, nel Regno Unito quasi il 40% dei prestiti erogati dalle banche a imprese non finanziarie fa capo a società immobiliari, rispetto alla quota del 20% circa di cinque anni or sono. Persino in Giappone nel terzo trimestre 2005 i nuovi mutui bancari erogati a società immobiliari, pari a ¥2,7 trilioni, hanno fatto segnare un incremento di ben il 44%, che richiama alla mente il boom dell'ultima metà degli anni ottanta.

L'esposizione
verso il mercato
degli immobili
commerciali
aumenta ...

	Prezzi degli immobili non residenziali ¹						
	Variazione nominale ²			Livello ⁶	Per memoria: quota dei locali inoccupati ⁷		
	1996-2004	2004	2005	2005	2003	2004	2005
Stati Uniti	2,5	4,0	12,0	38,6	16,7	16,0	14,5
Giappone	-9,0	-9,6	-7,0	29,0	8,5	7,2	3,9
Germania	-1,2	-4,1	-5,0	38,6	9,8	11,4	11,6
Regno Unito	3,0	7,6	13,4	37,8	11,3	9,8	7,3
Francia	2,6	1,5	5,8	63,0	6,0	6,6	6,5
Canada	3,8	2,3	9,3	78,5	15,6	14,4	12,1
Spagna	1,8 ³	5,1	8,0	98,6	7,7	8,4	6,1
Paesi Bassi	2,9	-1,7	0,1	78,4	9,7	12,0	13,6
Australia	3,7	1,0	10,9	54,4	10,3	11,5	7,2
Svizzera	0,7	0,4	2,1	61,5	10,8	9,0	11,5
Svezia	2,6	-1,7	5,6	45,0	18,3	17,6	16,8
Norvegia	0,8 ⁴	1,7	6,3	96,8	11,0	11,0	9,0
Danimarca	1,3 ⁴	-1,5	5,8	97,5	9,0	10,3	7,9
Finlandia	1,1 ⁵	-2,2	0,1	90,4	7,0	9,5	9,0
Irlanda	12,1	1,3	16,7	93,9	17,5	16,7	15,2

¹ Per l'Australia, immobili di prim'ordine nelle principali città; per il Giappone, prezzi dei terreni.

² Variazioni percentuali annue. ³ 2000-04. ⁴ 1999-2004. ⁵ 1997-2004. ⁶ Periodo di massimo dei prezzi reali = 100. ⁷ Superfici a uso ufficio immediatamente disponibili (comprese le sublocazioni) in fabbricati finiti, in percentuale dello stock totale di un dato mercato. Per Stati Uniti e Svizzera, a livello nazionale; per Australia, Francia, Germania, Paesi Bassi e Spagna, media delle principali città; per gli altri paesi, città capitale.

... e diventa più concentrata

Negli Stati Uniti i crediti nel settore degli immobili commerciali sono fortemente concentrati presso alcuni gruppi di banche. Gli aumenti più notevoli sono stati quelli realizzati dalle istituzioni medio-piccole, per le quali tale categoria di impieghi rappresenta ora all'incirca il 30% delle attività totali. L'esposizione delle grandi banche è per contro piuttosto modesta, con una quota media dell'8,6%.

L'elevata esposizione verso il mercato degli immobili non residenziali potrebbe rappresentare una minaccia per la stabilità finanziaria, soprattutto se si considera la forte concentrazione degli affidamenti. Grazie ai bassi tassi di interesse, negli ultimi anni i mutuatari hanno ridotto gli esborsi per il servizio dei prestiti e migliorato il *cash flow*, cosicché la quota delle insolvenze per questa tipologia di credito è scesa ai minimi storici. Un aumento dei tassi potrebbe senz'altro causare un deterioramento della qualità dei crediti. In effetti, negli Stati Uniti e in Giappone gli organi di vigilanza bancaria hanno già espresso riserve riguardo a determinati criteri per la concessione di questi finanziamenti.

Nonostante qualche similitudine con la situazione dei primi anni novanta, dal contesto attuale non dovrebbero tuttavia scaturire tensioni analoghe. In primo luogo, il ciclo degli immobili commerciali era allora al culmine, mentre oggi sta piuttosto risalendo da un minimo congiunturale, e ciò lascia supporre che il pericolo di diffuse insolvenze in caso di declino dei prezzi sia piuttosto limitato. In secondo luogo, la continua crescita dei mercati dei titoli negoziabili collegati alla proprietà immobiliare fa sì che una parte del connesso rischio di

Prezzi degli immobili residenziali e debito ipotecario						
	Prezzi degli immobili residenziali ¹				Variazione del debito ipotecario 2005 ²	
	Variazione annua		Variazione dal picco 2005	Data del picco		
	1996-2004	2005				
Stati Uniti	7,1	13,0	0,0	4° trim. 2005	4,6	
Giappone	-3,9	-4,7	-40,0	1° sem. 1991	-0,0	
Germania	-0,9	-2,1	-9,7	1995	0,4	
Regno Unito	12,3	2,2	-0,5	3° trim. 2005	4,7	
Francia	9,2	9,0	0,0	2° sem. 2005	3,1	
Italia	6,4	7,2	0,0	2° sem. 2005	2,0	
Canada	5,5	10,5	0,0	4° trim. 2005	1,7	
Spagna	11,1	12,9	0,0	4° trim. 2005	9,4	
Paesi Bassi	9,0	6,4	-0,6	3° trim. 2005	6,0	
Australia	10,1	2,3	0,0	4° trim. 2005	3,9	
Svizzera	1,6	1,5	-10,0	4° trim. 1989	2,8	
Svezia	8,6	10,5	0,0	4° trim. 2005	4,0	
Norvegia	7,9	7,5	-0,7	2° trim. 2005	1,6	
Danimarca	6,7	21,3	0,0	4° trim. 2005	7,2	
Finlandia	7,2	9,0	0,0	4° trim. 2005	3,4	
Irlanda	14,0	9,4	0,0	4° trim. 2005	9,6	

¹ Fine periodo; variazioni nominali, in percentuale; per il Giappone, prezzi dei terreni. ² In punti percentuali del PIL.

Fonti: OCSE; varie associazioni del settore immobiliare; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella VII.4

credito si ripartisca su un più ampio numero di investitori; al tempo stesso, essa esercita presumibilmente un effetto moderatore sul ciclo del settore immobiliare.

Per quanto concerne gli immobili residenziali, la domanda di finanziamenti si sta raffreddando in alcuni paesi, ma resta vigorosa in altri, di riflesso agli andamenti contrastanti dei prezzi delle abitazioni (tabella VII.4). Nel Regno Unito e in Australia il valore delle case è leggermente aumentato nel 2005, mentre in Germania e Giappone, dove il mercato non si è ancora ripreso dal precedente ciclo, si è assistito a un ulteriore calo (Capitolo II). Nella maggioranza degli altri paesi europei il mercato delle abitazioni è invece rimasto sostenuto. Lo stesso può dirsi degli Stati Uniti per gran parte dell'anno, benché dalla fine del 2005 siano emersi indizi di un incipiente indebolimento, come la diminuzione delle richieste di nuovi mutui ipotecari e delle vendite di immobili esistenti.

Negli ultimi anni le caratteristiche dei finanziamenti alla proprietà residenziale sono cambiate in diversi paesi. L'allentamento dei criteri per la concessione dei crediti dovuto alla pressione della concorrenza, nonché all'accresciuto ricorso alla cartolarizzazione, ha contribuito a far aumentare in misura notevole i prestiti concessi alle famiglie con più elevato rischio. Lo scorso anno negli Stati Uniti le accensioni di ipoteche classificate come *subprime* hanno raggiunto un volume sette volte superiore a quello del 2000. Anche nel Regno Unito sono cresciuti significativamente i mutui in favore di prenditori con trascorsi creditizi mediocri. Si sono inoltre moltiplicati i prodotti con opzioni di rimborso flessibili. Circa un terzo dei prestiti ipotecari USA erogati nel 2005 recava opzioni *interest-only*, rispetto all'1,5% nel 2001.

Il ritmo al quale evolveranno i prezzi delle abitazioni e i tassi di interesse condizionerà presumibilmente gli effetti della correzione prevista nei paesi in cui il mercato appare più teso. I prestatori sembrano essere sufficientemente premuniti contro l'impatto diretto di un aumento degli indici di insolvenza che potrebbe risultare da un rialzo dei tassi di interesse in concomitanza con lo scadere dei periodi di grazia concessi nel quadro di precedenti contratti ipotecari con clausole di rimborso più flessibili. Rischia invece di essere maggiore l'impatto indiretto sulle banche di un'eventuale flessione economica causata da una contrazione dei consumi e delle costruzioni, anche se la sua portata resta di difficile quantificazione (Capitolo II). Il rischio risulta più marcato nei paesi in cui il debito ipotecario è a livelli elevati.

Un eventuale raffreddamento del mercato delle abitazioni ...

... avrebbe un impatto indiretto sulle banche

Informativa di bilancio e gestione del rischio finanziario

Vari sviluppi nel periodo sotto rassegna hanno richiamato l'attenzione sull'influsso che i criteri di rendicontazione finanziaria esercitano sul processo decisionale delle imprese e degli investitori. Gli osservatori del mercato hanno discusso il probabile impatto sulla variabilità degli utili e sulle valutazioni azionarie delle società europee quotate in borsa nel primo anno di applicazione dei principi contabili internazionali. Dibattiti analoghi hanno accompagnato l'introduzione di vari nuovi standard negli Stati Uniti. Infine, come già rilevato, l'adozione di nuove regole per la contabilità degli schemi pensionistici in un

Le nuove regole contabili ...

certo numero di giurisdizioni dovrebbe avere ripercussioni significative sulle scelte allocative e di assunzione del rischio operate dai gestori dei sistemi previdenziali aziendali.

... alimentano il dibattito

In termini generali questi sviluppi hanno portato a privilegiare, nella redazione degli schemi di bilancio, le valutazioni basate sul mercato piuttosto che sui costi storici. Le discussioni fra gli organi di normazione contabile e gli utilizzatori hanno riguardato in particolare il possibile impatto sul modo in cui le imprese gestiscono i rischi. Dal punto di vista della stabilità finanziaria si è trattato invece di valutare le implicazioni a livello di intera economia per la disponibilità e l'impiego del capitale di rischio, oltre che per la dinamica dei prezzi delle attività.

Il reporting finanziario ...

Tali questioni attengono alle due principali funzioni economiche dei rendiconti finanziari: fornire informazioni sulla performance delle risorse impiegate e facilitare il loro governo. La gestione delle risorse deve poter contare su una misurazione corretta e attendibile degli input e dei risultati finali. Le parti esterne interessate, come gli investitori e gli organi di regolamentazione, fanno assegnamento su informative di bilancio accurate e rappresentative per formarsi un'opinione indipendente circa la situazione attuale e prospettica dell'azienda, anche nel confronto con le istituzioni omologhe e concorrenti. Le regole di intervento formale per il trasferimento del controllo sulle risorse sono parimenti basate sui dati contabili. Un esempio significativo al riguardo concerne i diritti rispettivi dei detentori di capitale e di debito in caso di insolvenza. Analogamente, le modalità degli interventi di vigilanza sono condizionate dai valori contabili dell'attivo e del passivo aziendale e dalle connesse misure del rischio.

... interagisce con i comportamenti ...

Esiste un rapporto interattivo fra le regole contabili e i comportamenti. Gli schemi di bilancio agiscono da punto focale per i portatori di interesse esterni, fra cui gli organi di vigilanza, che intendono valutare la performance di un'impresa. Pertanto, essi condizionano inevitabilmente le decisioni del management. Di converso, il sistema di incentivi che orienta il comportamento dei dirigenti incide anche sul loro atteggiamento nei confronti del rischio. L'effetto combinato di questi fattori può a sua volta influire sui prezzi e sulle valutazioni di mercato. Ciò vale in particolare per quelle voci di bilancio che incorporano maggiormente valutazioni prospettiche e stime del rischio.

... e la misurazione del rischio ...

La misurazione del valore non è un esercizio scientifico incontrovertibile, giacché spesso implica discrezionalità di giudizio nello stimare gli sviluppi futuri e le correlazioni di rischio-rendimento insite in specifiche posizioni. Nondimeno, la capacità delle misure di valore dei rendiconti finanziari di rispecchiare le informazioni disponibili è senz'altro migliorata nel corso degli ultimi tre decenni in virtù di due sviluppi complementari: l'espansione dei mercati per il trasferimento dei rischi e i progressi delle tecnologie di misurazione del rischio.

... attraverso i prezzi di mercato ...

I mercati per il trasferimento dei rischi sono cresciuti sia in spessore che in ampiezza, aumentando enormemente la gamma di strumenti disponibili per adattare il profilo di rischio finanziario alle esigenze e alle caratteristiche specifiche dei singoli operatori economici. Una straordinaria espansione hanno avuto in particolare i mercati dei prodotti derivati, fra i quali più di recente i

contratti per il trasferimento del rischio di credito. In misura crescente si è inoltre fatto ricorso a tecniche di cartolarizzazione per rimodellare e riallocare il rischio finanziario (Capitolo VI). Quel che importa dal punto di vista della rendicontazione finanziaria è che queste innovazioni hanno generato prezzi di mercato prontamente osservabili per suddivisioni sempre più precise di classi di rischio. Ciò ha notevolmente agevolato la determinazione del prezzo di poste prima difficilmente valutabili.

Per quanto utili nel fornire valutazioni orientate al futuro, i prezzi di mercato presentano uno svantaggio importante, ossia la loro relativa opacità in ordine alle determinanti del valore. I prezzi osservati inglobano premi per il rischio che sono direttamente correlati al giudizio degli operatori circa i flussi di cassa futuri, nonché al loro grado di avversione al rischio. Discernere l'importanza relativa di questi due fattori in un dato momento è un esercizio che comporta un alto grado di discrezionalità, anche perché entrambi variano nel tempo (Capitolo VI). La valutazione del rischio viene corretta in funzione delle nuove informazioni, mentre l'effettivo atteggiamento degli investitori verso il rischio può essere influenzato dalle condizioni di mercato, dalla disponibilità e dal costo del finanziamento esterno nonché dagli andamenti recenti. Pertanto, è possibile che la volatilità dei prezzi rifletta, almeno in parte, mutamenti temporanei della propensione al rischio piuttosto che una valutazione fondamentalmente diversa dei flussi di cassa attesi. E, fatto ancora più importante, i movimenti dei prezzi di mercato possono retroagire sull'effettiva percezione del rischio, causando un impatto più persistente sulle valutazioni.

Parallelamente allo sviluppo dei mercati per il trasferimento dei rischi, i progressi nelle tecniche di misurazione del rischio hanno anch'essi concorso a rendere più accurata, con l'impiego di modelli, la valutazione di posizioni di bilancio complesse e illiquidate ("marking to model"). Talune innovazioni nella stima del valore degli strumenti derivati sono state applicate con successo in altri ambiti, come la valutazione del rischio di credito e delle opzioni implicite in certi contratti finanziari. Le nuove tecniche di modellizzazione forniscono strumenti preziosi per la misurazione e la gestione del rischio a livello aziendale. Le scelte di investimento e di copertura fanno sempre più riferimento ad analisi di attività e passività basate su modelli prospettici del valore e del rischio che, seppure calibrati sui prezzi osservati, consentono spesso estrapolazioni estese a una gamma di strumenti più vasta. Quale che sia il loro grado di sofisticatezza, la validità dei modelli dipende in modo cruciale dalla validità degli assunti su cui sono costruiti. Si aggiunga che le valutazioni ricavate dai modelli non sono esenti dall'influenza degli stessi fattori mutevoli nel tempo che agiscono sui prezzi di mercato, essendo fondate sulle relazioni storiche fra i prezzi osservati e in genere calibrate in funzione delle variazioni recenti di questi ultimi. Malgrado tali inconvenienti, i modelli risultano comunque promettenti ai fini di una migliore comprensione delle determinanti del rischio, in quanto si prestano a una tempestiva individuazione e analisi dei relativi premi.

I differenti criteri di valutazione si basano in varia misura su costi storici, prezzi di mercato, modelli e stime interne. La scelta di una certa prospettiva

... e i modelli di rischio

I criteri di valutazione hanno implicazioni ...

condiziona il peso relativo assegnato ai requisiti desiderabili dei rendiconti finanziari, ossia accuratezza, verificabilità, attendibilità e comparabilità. Ad esempio, la contabilità ai costi storici genera misure del valore altamente prevedibili e strettamente collegate a eventi passati facilmente individuabili. Per contro, i criteri che si basano su stime prospettiche del valore possono essere maggiormente influenzati dagli sviluppi correnti, con lo svantaggio di generare variazioni di valore potenzialmente più ampie nel corso del tempo. Il contrasto è particolarmente manifesto nel caso degli strumenti finanziari, i cui movimenti di prezzo quotidiani possono talvolta dar luogo a ingenti plus o minusvalenze latenti se il portafoglio è contabilizzato in base ai costi storici. Inoltre, mentre taluni principi contabili consentono che la valutazione di determinate attività o passività dipenda da input specifici dell'azienda (ad esempio, valutazioni interne di benefici futuri, tassi di attualizzazione basati sulle caratteristiche del portafoglio, sinergie con altre attività), altri principi, come quello del *fair value* e dei costi storici, mirano a generare valori indipendenti dal contesto specifico. La maggiore rilevanza ai fini del processo decisionale interno dei valori ottenuti in base ai principi del primo tipo ha come contropartita una maggiore dipendenza da modelli aziendali costruiti su assunti potenzialmente poco trasparenti. Il dibattito in merito alla contabilizzazione dei depositi a vista illustra bene la problematica summenzionata.

I principi contabili mirano a creare un sistema di *reporting* neutrale rispetto alle decisioni economiche. Tuttavia, come dianzi detto, la scelta dei criteri di valutazione ha conseguenze importanti sul piano dei comportamenti micro e macroeconomici, specie per quanto riguarda il trattamento delle informazioni sul rischio.

Quest'ultimo aspetto ha un'influenza significativa sul governo delle risorse economiche. La misura in cui i prezzi incorporano valutazioni prospettiche del valore e del rischio condiziona l'efficacia delle regole per il trasferimento del controllo previste dalla legge o dalle pattuizioni bilaterali. Un esempio evidente è la situazione paradossale che può determinarsi allorché lo stato di insolvenza di un'azienda viene determinato in base al valore di mercato del suo passivo. In questo caso un deterioramento del merito di credito tende ad accrescere il valore dell'azienda in quanto riduce quello delle sue passività. Un altro esempio è dato dalle diverse implicazioni che risultano da accantonamenti basati su riscontri oggettivi di deterioramento di singoli crediti ovvero sulla stima delle perdite attese a fronte di un portafoglio di prestiti. Mentre il primo approccio fa riferimento a manifestazioni retrospettive del rischio, il secondo comporta una valutazione prospettica del rischio supportata dall'analisi dell'esperienza passata. La natura dell'approccio prescelto influirà sui risultati economici e sul patrimonio pubblicati dalla banca lungo l'arco del ciclo economico, nonché sulla valutazione circa la sua solidità formulata dalle autorità di vigilanza.

L'importanza di tali influssi appare ancora maggiore se considerata in una prospettiva sistematica, dove la natura endogena del rischio è più evidente. Comportamenti razionali dal punto di vista della singola azienda, la quale percepisce i prezzi di mercato come variabili indipendenti dal proprio agire, possono condurre a esiti inefficienti a livello aggregato allorché l'effetto

... per il governo delle risorse ...

... e per la stabilità finanziaria

cumulato delle azioni individuali retroagisce sulle condizioni di mercato. Un esempio in proposito è la recente compressione dei tassi nel segmento a lungo termine della curva dei rendimenti di Stato britannici in seguito all'accresciuta domanda proveniente dai fondi pensione che desideravano coprire il rischio legato all'effetto dei bassi saggi di sconto sul valore di mercato delle proprie passività (si veda sopra e il Capitolo VI). Analogamente, le variazioni procicliche degli accantonamenti basate su valutazioni puntuale del rischio creditizio possono tradursi in politiche creditizie che amplificano le fluttuazioni del ciclo economico e accrescono la vulnerabilità del sistema finanziario.

In sintesi, dall'analisi dell'interazione fra la rendicontazione finanziaria da un lato, e la misurazione e la gestione del rischio dall'altro, emergono tre messaggi principali. Il primo è che le valutazioni non sono univoche. Il valore di un medesimo bene dipende spesso dalla prospettiva adottata nel misurarlo e può parimenti variare in funzione del contesto. Inoltre, quand'anche siano compiute nella stessa prospettiva, le valutazioni sono soggette a variazioni dovute al mutamento dei premi al rischio, indotto a sua volta da una diversa propensione al rischio degli investitori anche solo indirettamente correlata alle aspettative circa i flussi di cassa futuri. Queste problematiche si aggravano allorché si tratta di strumenti complessi per i quali non esistono mercati sviluppati e liquidi. Ed è precisamente in questi casi che le regole contabili acquistano massima rilevanza.

Il secondo messaggio concerne il ruolo chiave svolto dalla stima del rischio. Il nesso fra misurazione del rischio e valutazione è esplicito quando per determinare i valori si fa ricorso a modelli; è implicito allorché ci si basa direttamente sui prezzi di mercato. Inoltre, le modalità di misurazione e gestione del rischio hanno un impatto indiretto sui valori di bilancio in quanto influenzano i comportamenti e i prezzi delle attività. Nella misura in cui i principi contabili condizionano l'atteggiamento verso il rischio, essi influiscono parimenti sulle valutazioni.

L'ultimo messaggio è che un metodo di valutazione perfettamente idoneo a uno scopo può presentare degli inconvenienti se applicato per altri fini. Data la molteplicità degli usi esterni dei rendiconti finanziari, ciò può generare tensioni, anche fra autorità che persegono obiettivi differenti. A questa problematica è dedicata la sezione seguente.

Rendicontazione finanziaria e vigilanza prudenziale

La precedente analisi evidenzia varie questioni collegate ai criteri di *reporting* finanziario che sono di rilevanza in una prospettiva di politica prudenziale. Esse riguardano sia il contenuto informativo dei rendiconti, sia il governo prudenziale delle istituzioni finanziarie.

In primo luogo, il contenuto informativo potrebbe essere migliorato includendo in modo più sistematico dati sul rischio e sul grado di incertezza. I principi attuali, indipendentemente dalla misura in cui contemplano informazioni prospettive, mirano essenzialmente a fornire una stima puntuale del valore economico e del reddito correnti. Queste misure potrebbero essere integrate da due altri tipi di informazioni. Il primo tipo comprenderebbe le stime della potenziale varianza futura del valore e del reddito ("informazioni

Le valutazioni non sono univoche ...

... bensì condizionate dalla gestione del rischio ...

... e dalla prospettiva adottata

Più informazioni sul rischio ...

sul rischio"). Esempi di siffatti parametri sintetici sono le misure del *value-at-risk* oppure i risultati delle prove di stress e di altre analisi di sensitività. Nel secondo tipo rientrerebbero gli indicatori del grado di incertezza incorporato negli assunti sottostanti al metodo di valutazione ("informazioni sull'errore di misurazione"). Ovviamente, la rilevanza di quest'ultimo tipo di informazioni è direttamente proporzionale alla misura in cui le valutazioni puntuali sono basate su ipotesi e modelli. Grazie a queste integrazioni, i rendiconti finanziari consentirebbero agli utilizzatori di formarsi una visione più completa delle condizioni e delle prospettive dell'azienda e di evitare al tempo stesso un falso senso di certezza. Essi faciliterebbero inoltre il confronto fra società diverse, ad esempio da parte di investitori interessati a ottimizzare i propri portafogli, ovvero da parte delle autorità di vigilanza ai fini della salvaguardia della stabilità finanziaria.

... una maggiore coerenza con le scelte aziendali di gestione ...

Un secondo aspetto di rilevanza per le autorità è la ricerca della massima coerenza possibile fra i metodi di valutazione contabile e i principi di sana gestione del rischio. Un esempio delle tensioni che possono scaturire in questo ambito è il diverso trattamento riservato ai depositi a vista negli schemi di bilancio da un lato, e nella gestione della liquidità e del rischio dall'altro. I principi contabili considerano i depositi in base alla scadenza contrattuale. Per contro, nell'ottica del tesoriere di una banca, ai fini della gestione della liquidità e della connessa strategia di copertura, essi sono considerati come passività aventi una scadenza effettiva più lunga, maggiormente in linea con i profili di comportamento storici dei depositanti.

... e una chiara distinzione fra gli obiettivi contabili e prudenziali ...

Una terza implicazione di carattere più generale è che vi è spazio per contenerare gli obiettivi delle autorità di vigilanza con le esigenze degli organi di normazione contabile sulla base di una più chiara cognizione dei punti di vista rispettivi. Secondo questo approccio i principi contabili mirerebbero a fornire un'immagine non distorta della situazione economico-patrimoniale corrente dell'azienda e del connesso profilo di rischio, mentre gli strumenti prudenziali e di vigilanza tenderebbero soprattutto a incoraggiare un comportamento prudente basato su tale immagine. In pratica, questa dissociazione di obiettivi implicherebbe la riformulazione dei requisiti patrimoniali e di liquidità sulla base di risultati di bilancio che non siano intenzionalmente prudenti, applicando ai dati contabili "filtri prudenziali" che incorporano informazioni sul rischio e definendo nuove soglie di intervento ufficiale in caso di problemi manifesti.

... sono aree in cui nonostante i progressi ...

Negli ultimi anni sono stati compiuti progressi in tutte e tre le direzioni. Le informazioni quantitative sul rischio finanziario, quali le stime del *value-at-risk* per i portafogli titoli, fanno ormai parte delle segnalazioni di vigilanza prescritte alle istituzioni in cui tale tipologia di rischio riveste particolare importanza. Anche gli organi di normazione contabile hanno prestato maggiore attenzione a un'informatica sul rischio coerente con quella richiesta dalle autorità di vigilanza, anche se verosimilmente meno ambiziosa. Un esempio significativo al riguardo sono le disposizioni del principio IFRS 7. Inoltre, la classificazione delle voci da valutare al *fair value* in differenti categorie corrispondenti a vari gradi di attendibilità delle stime, unitamente a valutazioni approssimative della sensibilità delle misurazioni a cambiamenti delle ipotesi

sottostanti, costituiscono un esempio di migliore informazione sull'errore di misurazione. Infine, la stretta cooperazione fra le istanze di normazione contabile e quelle di vigilanza nell'elaborazione di standard in materia di accantonamenti, applicazione del principio del *fair value* e misurazione delle passività assicurative non sono che gli esempi più recenti del valore aggiunto che può derivare dalla maggiore enfasi posta sulla gestione del rischio.

Indipendentemente dai considerevoli progressi realizzati finora, l'azione futura dovrà basarsi su una strategia a più lungo termine che riconosca l'esigenza di cooperare a ogni stadio intermedio. Stante la complessità delle problematiche e la pluralità delle parti interessate, la dissociazione degli obiettivi e la ricalibrazione degli strumenti non possono che essere un traguardo di lungo periodo. A medio termine, i progressi saranno necessariamente e volutamente graduali, e in ogni momento si dovranno prevedere adeguate salvaguardie per evitare di compromettere accidentalmente l'obiettivo fondamentale della stabilità finanziaria. Il costante dialogo instaurato fra gli organi di normazione contabile e le autorità di vigilanza fa ben sperare per la realizzazione di ulteriori progressi lungo questo cammino.

... vi è ancora
cammino da
compiere

VIII. Conclusioni: far fronte ai rischi, oggi e domani

Chiunque si augurerebbe di ritrovarsi, l'anno prossimo a quest'epoca, tanto soddisfatto della performance dell'economia mondiale quanto lo siamo oggi. Le proiezioni degli analisti, nonché quelle dell'FMI e dell'OCSE, puntano in questa direzione, rispecchiando l'aspettativa che prosegua la crescita più equilibrata osservata ultimamente nell'ambito dei paesi industriali e che la domanda interna svolga un ruolo ancora maggiore nelle economie emergenti. Agli elementi positivi si aggiunge la previsione che a livello mondiale l'inflazione rimarrà generalmente moderata. I mercati finanziari paiono aver condiviso questo ottimismo. Di fatto, la bassa volatilità, almeno fino a epoca molto recente, pareva addirittura segnalare un eccezionale grado di certezza a tale riguardo. I mercati sembrano inoltre aver giudicato che le misure adottate negli ultimi tempi in molti paesi industriali avanzati per inasprire la politica monetaria sono appropriate, nonché idonee a sostenere la crescita, anziché frenarla.

Quali sono i rischi cui siamo attualmente esposti?

È sperabile che nella loro valutazione relativamente ottimistica i mercati abbiano ragione. Eppure, l'inasprimento delle condizioni creditizie dopo un periodo così lungo di distensione lascia ancora margine per due tipi di errore. In primo luogo, non si può escludere che la restrizione monetaria avrebbe dovuto essere maggiore, e più tempestiva. Un motivo per crederlo sarebbe che le pressioni inflazionistiche di fondo sono già ben radicate. Un altro è che l'orientamento relativamente espansivo continua a permettere l'accumulo di tutta una serie di "squilibrini" finanziari che divengono sempre più pericolosi con il passare del tempo. Entrambe queste considerazioni parrebbero giustificare una stretta monetaria più risoluta. Il secondo possibile errore è strettamente collegato al primo: gli squilibri potrebbero aver già raggiunto dimensioni tali per cui la manovra restrittiva rischia di provocare una drastica correzione, con ripercussioni negative sulla crescita e sull'occupazione a livello mondiale. Questa argomentazione renderebbe preferibile una risposta monetaria più misurata. Stante la notevole incertezza, per non dire l'aperto disaccordo fra gli analisti quanto alla probabilità di tali sviluppi, la sola cosa chiara è che l'anno a venire non sarà facile per i responsabili delle politiche.

Quali motivi vi sono per credere che le spinte inflazionistiche siano maggiori di quanto si pensi attualmente? Anzitutto, si può ovviamente osservare che sia gli Stati Uniti sia il Giappone sono, a giudizio delle loro stesse autorità, ormai prossimi al pieno utilizzo della capacità produttiva, una fonte tradizionale di preoccupazione. Gli Stati Uniti, per giunta, corrono il rischio di un ulteriore sostanziale deprezzamento del dollaro, che potrebbe esacerbare

tali pressioni. Inoltre, l'economia mondiale continua a espandersi a ritmi eccezionalmente sostenuti, generando forse una dinamica che potrebbe rivelarsi difficile da controllare. I prezzi degli immobili residenziali sono aumentati rapidamente quasi ovunque e quelli dell'energia e di altre materie prime hanno toccato livelli record. I salari in alcune zone della Cina e in altre economie emergenti tendono anch'essi al rialzo, e l'Asia nel suo complesso appare esposta a rischi inflazionistici crescenti.

Anche a questo riguardo sussistono considerevoli incertezze. Volendo essere pessimisti, se è vero che sono stati sottovalutati gli effetti disinflazionistici prodotti globalmente dai beni a più basso prezzo provenienti dalle economie emergenti, allora è altresì pensabile che gli effetti del venir meno di tale influsso moderatore risultino maggiori del previsto. Oltre a ciò, vi è un notevole grado di incertezza riguardo alla possibilità che l'economia mondiale abbia raggiunto un punto "critico" nella capacità di ampliare l'offerta di petrolio e materie prime, con la conseguenza che i prezzi potrebbero rimanere elevati più a lungo che in passato. Volendo essere ottimisti, esistono ancora molte aree a più basso costo nelle economie emergenti, non da ultimo nella Cina centrale e occidentale, dove finirà per trasferirsi la produzione. Inoltre, è ben possibile che i progressi tecnologici compensino l'accresciuta difficoltà di reperire nuove riserve di materie prime. Tuttavia, entrambi questi processi di aggiustamento richiedono tempo. Dati i livelli attuali della domanda mondiale, vi è il rischio che nel frattempo le spinte inflazionistiche persistano. Infine, nella misura in cui la credibilità dei banchieri centrali ha beneficiato in precedenza di circostanze fortuite, tale credibilità potrebbe essere messa alla prova. Essa dovrebbe ovviamente essere difesa con vigore.

Quali motivi vi sono per credere che gli "squilibri" possano mettere a repentaglio la prospettiva ottimistica? Non è difficile individuare importanti grandezze macroeconomiche che si discostano da tempo e in misura significativa dai parametri storici. Tuttavia, il timore che un ritorno a valori più "normali" avvenga in maniera dirompente va ridimensionato nella misura in cui tali scostamenti possono essere interpretati e giustificati in quanto fenomeni di natura permanente. Purtroppo, una spiegazione basata su queste grandezze "fondamentali" non sembra sufficiente a chiarire né la portata né la durata delle circostanze insolite osservabili attualmente. Ciò lascia spazio a una spiegazione complementare: questi fenomeni potrebbero essere collegati al fatto che vi sia stata una liquidità globale così abbondante per così tanto tempo.

L'esempio forse più importante di un "fondamentale" incapace di spiegare in modo adeguato gli andamenti finanziari proviene dal mercato dei titoli di debito a lunga scadenza negli Stati Uniti. All'aumentare dei tassi ufficiali i rendimenti a lunga sono scesi, un fenomeno che notoriamente è stato etichettato come enigma. Più di recente, il livello bassissimo degli spread applicati al debito sovrano dei mercati emergenti, rimasto tale anche quando i tassi a lunga sono saliti, potrebbe spiegarsi con la performance generalmente migliore delle rispettive economie. Ma il netto calo della dispersione dei rendimenti fra economie con risultati economici molto disparati resta un rompicapo. La forte ascesa dei prezzi delle azioni e delle abitazioni in quasi tutto il mondo appare difficilmente conciliabile con le ampie differenze nelle

prospettive di crescita interna. Ed è altresì difficile cogliere la logica della fenomenale crescita di fusioni e acquisizioni societarie, in particolare in Europa: quali motivi vi sono per ritenere che siano improvvisamente migliorate le prospettive di creare plusvalore mediante la ristrutturazione, specie quando la propensione a nuovi investimenti appare ancora relativamente scarsa?

Infine, resta di difficile interpretazione anche il vigore che fino a pochissimo tempo fa ha mostrato il dollaro, malgrado il disavanzo esterno record degli Stati Uniti e un accumulo di debito senza precedenti da parte delle famiglie. A un attento esame, gli argomenti in voga basati sulla presunta esistenza di una "materia oscura", su un tacito "matrimonio di convenienza" fra debitori e creditori e sull'"attrattiva intrinseca" delle attività statunitensi altamente produttive non riescono a convincere della sostenibilità degli attuali squilibri internazionali. Per spiegare la resilienza del dollaro è d'obbligo fare nuovamente ricorso ai differenziali di interesse a breve termine, e in special modo ai bassi tassi tuttora prevalenti al di fuori degli Stati Uniti. Ancora una volta, sono le condizioni monetarie a fornire un tassello per la soluzione del rebus.

Considerando la complessità della situazione e i limiti della nostra conoscenza, è oltremodo arduo predire come evolveranno le cose. Da un lato, si può facilmente sostenere, e del resto tale è l'opinione prevalente, che l'esito più probabile rimanga quello di un riequilibrio ordinato. A titolo di esempio, si considerino gli attuali sbilanci internazionali di conto corrente. In linea teorica, se il dollaro calasse accrescendo la domanda estera di beni prodotti negli Stati Uniti, i tassi di interesse USA potrebbero salire e moderare la domanda interna quel tanto che basta per evitare un incremento dell'inflazione senza aggravare la disoccupazione. Se, a sua volta, la domanda interna di altri paesi aumentasse quel tanto che basta per rimpiazzare quella proveniente dagli Stati Uniti, non vi sarebbero ripercussioni negative nemmeno per la crescita e l'inflazione globali. Dall'altro lato, si possono altrettanto facilmente individuare forze capaci di compromettere l'ordinato decorso dei vari processi di riequilibrio. Alcune di esse potrebbero provocare una fragorosa esplosione di turbolenza nei mercati, altre dar luogo a un prolungato e penoso periodo di crescita stentata. Se l'ordinato aggiustamento atteso non dovesse materializzarsi, l'alternativa potrebbe senz'altro consistere in una combinazione di entrambi questi esiti.

I timori riguardo a un'esplosione di turbolenza si giustificano nella misura in cui vi siano un fattore scatenante e motivi per credere che la dinamica dei prezzi nei vari mercati possa sfuggire al controllo. Sfortunatamente, in entrambi i casi non mancano candidati. Quanto al fattore scatenante, non si può escludere che un inasprimento monetario globale agisca da catalizzatore. Mentre il processo di restrizione è già iniziato, e senza incidenti, una manovra monetaria sincrona resta soltanto un'ipotesi, ma un'ipotesi assai concreta. Un'altra eventualità è quella dell'adozione di nuove leggi protezionistiche, in particolare nei confronti della Cina o dei paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente. Essa rischierebbe senz'altro di ostacolare l'ordinato finanziamento del deficit corrente statunitense, giacché tali paesi sono al momento i maggiori acquirenti di passività in dollari USA. Infine, un altro fattore scatenante potrebbe essere l'improvviso fallimento o il ricorso a forme

di protezione giuridica da parte di una grande società con importanti interessi finanziari. Nondimeno, una volta menzionate queste possibilità, va anche riconosciuto che a innescare la maggior parte delle crisi finanziarie degli ultimi decenni sono stati fattori quasi del tutto imprevisti.

Esistono inoltre varie ragioni inerenti ai singoli mercati per temere un certo disordine qualora prenda avvio un processo di aggiustamento dei prezzi verso livelli più normali. Nei maggiori paesi industriali hanno fatto il loro ingresso nei mercati finanziari molti nuovi operatori e molti nuovi prodotti, sempre più complessi e opachi. La liquidità del mercato in questo mutato contesto deve ancora essere messa alla prova. L'intensificarsi delle operazioni speculative di *carry trade*, osservato negli ultimi anni, comporta poi il pericolo di una massiccia liquidazione di posizioni simili che, al limite, potrebbe causare un deterioramento interattivo dei rischi di mercato, di credito e di liquidità. Interazioni di questo tipo si sono di fatto già verificate in passato. Problemi analoghi potrebbero interessare anche le economie emergenti, e anzi forse sono già affiorati, vista l'entità degli afflussi di capitali nell'ultimo anno circa.

Passando a considerare i principali mercati valutari, anche qui vi è motivo di temere che le oscillazioni dei tassi di cambio possano essere ampie e potenzialmente disordinate. Anzitutto, va detto che l'aggiustamento di fondo dei flussi commerciali potrebbe richiedere molto tempo. Un abbassamento del disavanzo corrente statunitense anche solo al 3% del PIL potrebbe implicare lo spostamento di milioni di lavoratori dal settore *non-tradable* a quello *tradable*. Ciò non potrà avvenire da un giorno all'altro. Per giunta, poiché negli Stati Uniti le importazioni sono pari a oltre una volta e mezza le esportazioni e la crescita resta ancora molto più rapida di quella di tante altre economie, per migliorare la bilancia corrente sarà necessario un incremento sostanziale della competitività. Il fatto che gli esportatori verso gli Stati Uniti siano stati in grado di ridurre i costi in risposta al deprezzamento del dollaro, preservando così i margini di profitto e attenuando la traslazione degli effetti di cambio, costituirebbe anch'esso, se venisse a ripetersi, un ostacolo all'aggiustamento. Naturalmente, quanto più quest'ultimo si protrarrà, tanto più cresceranno l'accumulo di passività esterne e il futuro onere per il servizio del debito. In effetti, sebbene il conto dei redditi da capitale statunitense abbia continuato a registrare afflussi fino a un'epoca piuttosto recente, basta un semplice calcolo per capire che esso è destinato a subire un ulteriore sensibile peggioramento.

In siffatta situazione gli acquirenti sia privati sia pubblici di passività in dollari potrebbero a un certo punto spazientirsi. Il settore privato estero detiene gran parte delle passività denominate in dollari, e un'attività di copertura anche moderata potrebbe avere un forte impatto sui cambi. Per quanto riguarda i portafogli del settore pubblico, che pure dovrebbero mostrare una maggiore stabilità, è comunque possibile individuare potenziali fonti di tensione. Un deprezzamento anche modesto del dollaro provocherebbe pesanti perdite per i principali detentori di riserve, un fatto che rischierebbe di avere delicati risvolti politici. Inoltre, un più ampio volume di riserve affluisce oggi ai paesi esportatori di energia, i quali potrebbero basare

maggiormente le proprie decisioni di investimento su mere considerazioni di rischio/rendimento. È infine plausibile ipotizzare che la percezione di cambiamenti nel comportamento dei detentori ufficiali accentui i cambiamenti sul versante privato.

Tutte queste considerazioni portano a concludere che nei mercati in cui i prezzi riflettono uno scenario ottimale è elevata la probabilità di un ritorno su valori più normali. Inoltre, date le interrelazioni fra tutti questi mercati, sia nazionali che internazionali, è ragionevolmente possibile che condizioni di acuto stress in uno di essi si propaghino ad altri. Si consideri, ad esempio, l'ipotesi di una brusca caduta del dollaro. Nell'attuale contesto, il premio di rischio per la detenzione di attività denominate nella moneta statunitense potrebbe aumentare. Ciò si manifesterebbe probabilmente in un rialzo dei tassi di interesse a lungo termine che, a sua volta, produrrebbe un impatto su altri mercati, compresi quelli degli immobili residenziali. Un altro esempio è offerto dal costo ancora relativamente basso della protezione contro la volatilità del mercato. Se questo costo dovesse crescere considerevolmente in seguito all'emergere di tensioni in taluni segmenti, praticamente tutti i mercati ne risentirebbero.

Molti senza dubbio conteranno la probabilità di un'improvvisa esplosione di turbolenza nel mercato, ma resta pur sempre la possibilità di un protratto periodo di crescita stentata dell'economia reale. In altri termini, i vari squilibri di cui si è detto potrebbero risolversi gradualmente, ma in modo tale da gravare pesantemente e a lungo sulla spesa mondiale. Non è del tutto remota l'eventualità che i tassi di risparmio delle famiglie, attualmente bassissimi, tornino ad aumentare in molti paesi, e in particolare negli Stati Uniti. Questa potrebbe essere una spontanea reazione precauzionale di fronte ai crescenti livelli di indebitamento o ai timori della generazione del *baby boom* che non vengano pienamente onorati gli impegni assunti dagli schemi pensionistici sia privati sia pubblici. Oppure potrebbe costituire una risposta a tassi di interesse crescenti, a tensioni nei mercati o a incertezze riguardo al valore futuro delle attività. Il fatto che i prezzi delle abitazioni siano saliti così in alto in così tanti paesi e che questo effetto di "ricchezza" paia aver incoraggiato un aumento della spesa rende più verosimile un tale esito. La realtà è che, per un paese nel suo insieme, la ricchezza associata a incrementi di prezzo delle abitazioni è perlopiù illusoria. Trattandosi di una variazione dei prezzi relativi, i vantaggi per coloro che ne ricavano un guadagno sono in gran parte controbilanciati dai costi per quanti subiscono una perdita. Quando questi ultimi adegueranno infine il proprio comportamento, le ripercussioni negative per l'economia saranno rilevanti.

Squilibri di altro tipo rischiano di causare danni analoghi. In Cina è da temere soprattutto che le allocazioni distorte del capitale finiscano per tradursi in un calo dei profitti, e che ciò si ripercuota a sua volta sul sistema bancario, sulla politica fiscale e più in generale sulle prospettive di crescita. Sarebbe questo l'epilogo classico di un protratto periodo di espansione alimentata dal credito. Del resto, un'evoluzione simile si era già osservata in passato in Giappone. Per giunta, gli effetti sui paesi industriali di un siffatto esito potrebbero essere persino più gravi di quanto si ritenga attualmente. In tali

circostanze, il potenziale manifatturiero già formidabile e in forte crescita della Cina sarebbe sicuramente indirizzato in misura ancora maggiore verso i mercati di esportazione. Se ciò dovesse avvenire proprio in concomitanza con un aggiustamento negli altri paesi, le interazioni che ne deriverebbero – sul piano economico, politico e sociale – rappresenterebbero una grande sfida per i settori sia pubblico che privato.

Al momento attuale non ci troviamo evidentemente nella situazione di dover affrontare problemi di questo genere, che restano peraltro poco probabili. L'evoluzione più verosimile continua a essere quella delineata dalle previsioni prevalenti. Tuttavia, il costo economico che implicherebbero tali rischi, semmai dovessero concretizzarsi, appare tale da giustificare alcune riflessioni sulla risposta migliore da parte delle autorità. Queste riflessioni non intendono essere una previsione, ma piuttosto un esercizio di prudenza. Non vi è nulla di contraddittorio nell'aspettarsi il meglio e prepararsi al peggio, specie se i costi dell'imprevisto rischiano di essere elevati.

Come ridurre i rischi attuali?

Oggi siamo confrontati non soltanto con le normali incertezze associate alla risposta a incipienti pressioni inflazionistiche, ma anche con le preoccupazioni inerenti a vari squilibri finanziari, sia interni che esterni. Questi squilibri sono il prodotto di oltre un decennio contraddistinto da una robusta crescita dell'offerta globale, da una domanda interna relativamente debole nelle grandi economie al di fuori degli Stati Uniti e da un eccessivo ricorso a politiche monetarie accomodanti per ridurre gli *output gap*. Comprendere il cammino che ci ha portati fin qui è di importanza fondamentale per la scelta delle politiche idonee a ridurre i rischi attuali.

L'aumento dell'offerta è in gran parte legato al ritorno sulla scena mondiale di economie precedentemente chiuse, favorito dai progressi compiuti ovunque nel campo delle comunicazioni e della tecnologia. A ciò va aggiunta la sempre più rapida crescita della produttività, specie negli Stati Uniti. La perdurante deregolamentazione nei mercati sia dei beni sia dei fattori nei paesi industriali contribuisce anch'essa a spiegare gli shock positivi di offerta degli ultimi dieci anni circa.

Per quanto riguarda la debolezza della domanda, in Asia sono osservabili gli elevati tassi di risparmio tipici di chi deve far fronte alle grandi incognite del cambiamento strutturale, ma anche l'effetto dei tempi lunghi necessari ad adeguare le abitudini di spesa a livelli di reddito in rapido aumento. Quest'ultimo problema si pone altresì ai governi dei paesi esportatori di petrolio e di altre materie prime. Nei paesi industriali sono parimenti individuabili due carenze strutturali. La prima consiste nella protratta incapacità della Germania e del Giappone di riprendersi pienamente dalle tensioni causate rispettivamente dalla riunificazione e dalla bolla speculativa. In entrambi i casi il cambiamento strutturale non è stato affrontato con la dovuta energia e rapidità. La seconda carenza è che in quasi nessun paese la politica di bilancio è riuscita finora a risolvere i problemi associati agli eccessi degli anni settanta e dei primi anni ottanta. Dopo quel periodo i paesi industriali, salvo il

Giappone, si sono ritrovati con uno scarso margine di manovra nelle fasi discendenti, e oggi persino il Giappone è in questa stessa situazione. In molti paesi, specie europei, il problema sarebbe risolto da tempo se le politiche di bilancio fossero state inasprite in modo molto più aggressivo negli anni di robusta crescita dell'economia.

In un tale contesto la politica monetaria si è trovata a dover fronteggiare non solo la tendenza secolare di una domanda carente, ma anche periodiche crisi associate a turbative nel sistema finanziario. Fino a oggi le autorità monetarie sono riuscite egregiamente nel loro compito, mantenendo alta la crescita e bassa l'inflazione. Tuttavia, col passare del tempo sono emersi in misura via via maggiore effetti collaterali indesiderati. Ogniqualvolta la crescita è stata minacciata da shock, la riduzione dei tassi di interesse ha incoraggiato non soltanto la spesa, come era nelle intenzioni, ma anche, e sempre più spesso, una progressiva accumulazione di debito, dapprima da parte delle imprese, ora anche delle famiglie. La crescente liberalizzazione finanziaria ha rafforzato questo meccanismo di trasmissione, e ai paesi con sistemi finanziari più sofisticati è stato altresì possibile sostenere ampi disavanzi correnti. Di fatto, in ogni occasione in cui la politica monetaria è stata utilizzata con successo a fini anticiclici, si è reso più rischioso il successivo inasprimento e meno efficace il successivo allentamento.

Cosa può ancora essere fatto per ridurre i rischi cui siamo esposti nella perdurante fase espansiva globale? La prima ovvia risposta è che le politiche monetarie a livello mondiale vanno coadiuvate se si vogliono evitare movimenti destabilizzanti dei tassi di interesse e di cambio. In particolare, occorre l'aiuto di quelle politiche che tanto sono mancate in passato, ossia le politiche di bilancio e di riforma strutturale.

La politica di bilancio dovrebbe essere generalmente inasprita, sia nei paesi industriali sia nelle economie emergenti. Ciò consentirebbe anche di recuperare spazio di manovra per il futuro. L'esigenza di rigore fiscale è particolarmente acuta negli Stati Uniti, così come negli altri paesi alle prese con ampi disavanzi sia del bilancio pubblico sia del conto corrente. Un programma credibile di restrizione fiscale a medio termine nei paesi deficitari rassicurerbbe inoltre i creditori esteri sul fatto che i loro interessi sono tutelati nel più lungo periodo. Indirettamente, esso fornirebbe anche un positivo contributo all'aggiustamento ordinato del dollaro.

Date le dimensioni degli squilibri commerciali internazionali, sono altamente desiderabili modifiche strutturali volte ad agevolare il trasferimento di risorse fra i settori *tradable* e *non-tradable*. Tali modifiche contribuirebbero altresì a ridurre la necessità di variazioni ampie, e potenzialmente dirompenti, dei tassi di cambio nominali. Rivitalizzare il settore dei beni oggetto di scambio internazionale negli Stati Uniti non sarà impresa facile dal momento che, per alcuni prodotti, si è notevolmente ristretta la base industriale. Ma la ben nota flessibilità dell'economia statunitense è motivo di ottimismo. Oltre a ciò, si potrebbero ridurre le esistenti agevolazioni fiscali al fine di raffreddare il mercato degli immobili residenziali, archetipo del bene *non-tradable*, mentre una qualche forma di imposta sui consumi potrebbe concorrere a innalzare il tasso di risparmio delle famiglie, che è all'origine del disavanzo corrente

statunitense. Negli altri paesi sarà invece necessario adottare misure per incoraggiare il consumo e la produzione di *non-tradable*. In molti casi, soprattutto in Cina, ma anche in Germania e Giappone, si fa ancora eccessivo assegnamento su una crescita trainata dalle esportazioni. Occorre ripensare le normative ufficiali e gli altri incentivi che favoriscono questa tendenza, specie perché in tutti e tre i paesi il rapido invecchiamento della popolazione rende prioritaria l'esigenza di accrescere la produttività nel settore interno dei servizi.

Anche per la politica monetaria a livello mondiale la rotta appropriata nelle attuali circostanze sarebbe quella dell'inasprimento. Sia che i timori si concentrino sull'aumento delle spinte inflazionistiche a breve oppure sulla minaccia posta dagli squilibri al proseguimento di una crescita sostenuta, gli indicatori puntano comunque nella stessa direzione. Ciò detto, l'intensità delle pressioni che originano da questi due fattori varia a seconda dei paesi. Ad esempio, nell'Europa continentale i livelli di capacità eccedente sono ancora più alti e gli squilibri finanziari meno evidenti che negli Stati Uniti o in vari paesi industriali con un obiettivo esplicito di inflazione, nei quali appare pertanto appropriato un grado di inasprimento maggiore. Tale conclusione è ulteriormente confortata dalle rispettive posizioni sull'estero. Nelle economie in disavanzo è necessaria una riduzione della spesa interna, e un possibile modo per ottenerla è appunto il rialzo dei tassi di interesse.

Fatta questa raccomandazione generale, la scelta degli esatti contorni dell'indirizzo restrittivo non sarà facile. Fra i problemi figura, non da ultimo, quello del metro di misura congruo per valutare le tendenze di fondo dell'inflazione, un punto sul quale esiste ampia disparità di vedute. Per i paesi industriali il nocciolo del problema risiede nello spostamento importante e protratto dei prezzi relativi derivante dal forte rincaro delle abitazioni e dell'energia e dalla dinamica assai più contenuta dei manufatti. Da quale premessa dovrebbero muovere i responsabili delle politiche: che con il tempo l'inflazione generale scenda dai più elevati livelli attuali ai valori dell'inflazione di fondo, o viceversa? I paesi emergenti sono confrontati con problemi analoghi, resi ancor più acuti dall'importanza relativa di un'altra componente volatile degli indici dei prezzi, i prodotti alimentari. In un contesto del genere, forse la sola conclusione da trarre è che le autorità dovrebbero assegnare un peso ancora maggiore alle tendenze di più lungo periodo dell'inflazione, anziché concentrarsi sul conseguimento di obiettivi quantitativi a breve termine.

Un'ulteriore complicazione deriva dal fatto che stanno cambiando anche i riferimenti assunti dalle banche centrali per stabilire i tassi di interesse. Con il procedere della globalizzazione è probabile che gli indicatori del sottoimpiego mondiale diventino sempre più utili quale complemento delle più tradizionali misure delle spinte inflazionistiche a livello nazionale. Nel contempo, di riflesso alle crescenti preoccupazioni per l'effetto degli squilibri finanziari sulla crescita e sull'inflazione, è necessario prestare maggiore attenzione agli indicatori di natura finanziaria. Vi è inoltre una crescente consapevolezza che i processi economici hanno spesso caratteristiche non lineari: aspettative di inflazione ancorate possono diventare instabili, squilibri apparentemente benigni possono

dare luogo a un'improvvisa ondata di vendite nei mercati finanziari e così via. Infine, in un mondo più globalizzato assumono più importanza le scelte compiute dai responsabili delle politiche degli altri paesi. Un eventuale inasprimento significativo e simultaneo in tutti i principali centri finanziari può produrre un effetto disinflazionario complessivo sensibilmente maggiore della somma degli effetti singoli. Pertanto, sebbene la restrizione monetaria appaia desiderabile pressoché ovunque, essa dovrà essere attuata con cautela e misura.

Nella maggior parte dei paesi le scelte di politica monetaria saranno influenzate per certi versi anche dal problema degli squilibri esterni e dall'impatto che essi avranno sui tassi di cambio. Un timore espresso più volte è che tale processo di correzione diventi disordinato, specie nei principali mercati valutari dove ha luogo gran parte delle contrattazioni. La probabilità di un tale esito si ridurrebbe qualora l'onere dell'aggiustamento verso l'alto del cambio fosse condiviso in misura sostanzialmente proporzionale alle dimensioni dell'avanzo corrente. Ciò implica in particolare che le monete asiatiche dovrebbero apprezzarsi ancora. Fortunatamente vi sono indicazioni secondo cui le banche centrali asiatiche sono consapevoli di questa necessità, non da ultimo il fatto che molte di loro hanno ridotto gli interventi sui mercati valutari. La Cina continua tuttavia a rappresentare un'importante eccezione, avendo accumulato nel corso del 2005 riserve aggiuntive per \$200 miliardi. In questo paese, così come altrove in Asia, una maggiore flessibilità del cambio accrescerebbe inoltre il margine di manovra per l'inasprimento monetario, il che sarebbe auspicabile, in considerazione dei generali timori riguardo al surriscaldamento dell'economia interna e, nel caso della Cina, delle preoccupazioni legate all'allocazione distorta degli investimenti.

Osservando le politiche in atto, o persino quelle per cui esiste solo un impegno credibile, sarebbe chiaramente sbagliato affermare che i rischi connessi con l'aggiustamento esterno siano stati effettivamente eliminati. Molti dei principali protagonisti continuano a concentrarsi in maniera quasi esclusiva sulle priorità nazionali, in parte economiche in parte politiche, ed è quindi probabile che gli squilibri esterni si aggravino ulteriormente. Quel che occorre alla luce di tutto ciò è una soluzione cooperativa in base alla quale, per il bene comune, ciascuno dei principali paesi accetti compromessi sul piano interno in cambio di compromessi analoghi da parte degli altri. Nella maggioranza dei casi, le politiche appropriate non sono difficili da individuare, e a esse si è già fatta allusione in precedenza.

Il vero problema è quello della loro attuazione. Come indispensabile presupposto, tutti i principali attori devono anzitutto riconoscere che i costi ultimi dell'inazione sono verosimilmente molto maggiori di quelli di una soluzione cooperativa. Un brusco deprezzamento del dollaro potrebbe innalzare l'inflazione negli Stati Uniti e mettere a repentaglio la situazione finanziaria e le prospettive di crescita dei creditori europei e asiatici. Senza contare che potrebbe aggravare le già deprecabili tendenze protezionistiche in tutto il mondo. Il riconoscimento di questi rischi dovrebbe promuovere uno spirito più cooperativo che, con un po' di fortuna, potrebbe bastare a guidarci attraverso le insidie che ancora ci attendono.

Cosa fare se i rischi si concretizzano?

È impossibile prevedere dove e quando potrebbero concretizzarsi i rischi insiti negli attuali squilibri. Nondimeno, come già detto in precedenza, due scenari appaiono plausibili: il primo consistente in uno shock breve e intenso che investirebbe i mercati finanziari internazionali, il secondo in un prolungato periodo di crescita mondiale lenta, man mano che rientrano gli squilibri. In realtà, elementi di entrambi gli scenari potrebbero presentarsi contemporaneamente.

Si consideri per cominciare un evento isolato potenzialmente in grado di destabilizzare i mercati finanziari. Come prepararsi in vista di una simile evenienza? Innanzitutto, sarebbe importante garantire sul piano nazionale l'integrità delle linee di comunicazione fra le principali società finanziarie, le rispettive autorità di vigilanza, la banca centrale e i gestori delle componenti dell'infrastruttura finanziaria che hanno rilevanza sistematica. Un'apertura analoga andrebbe inoltre assicurata sul piano internazionale. Il dibattito sulle problematiche inerenti al paese di origine/paese ospitante in corso fra gli organi di regolamentazione di giurisdizioni diverse sta facendo progredire questo dialogo, così come i vari memorandum di intesa che specificano competenze, modalità e tempi dell'azione. In seno a diversi consessi europei si sono inoltre realizzate simulazioni internazionali di scenari critici per cui si richieda l'intervento delle autorità, ritraendone utili insegnamenti. A livello mondiale, il Forum per la stabilità finanziaria, che riunisce gli esponenti di banche centrali, autorità di regolamentazione e dicasteri finanziari di molte grandi economie, nonché i rappresentanti delle istituzioni finanziarie internazionali e dei comitati specializzati, ha già fornito un contributo sostanziale alla prevenzione delle crisi. Presumibilmente, esso potrebbe svolgere un utile ruolo anche nella loro gestione e risoluzione.

Nondimeno, sono ancora molti i miglioramenti possibili e desiderabili. Le normative nazionali che impediscono la tempestiva condivisione internazionale di informazioni di importanza cruciale continuano a rappresentare un rilevante ostacolo alla gestione delle crisi. E ciò che forse più conta, non vi è accordo sulla ripartizione internazionale degli oneri in caso di difficoltà. Che si tratti della tutela dei depositi, di linee creditizie di emergenza o della ristrutturazione di una banca con operatività internazionale, i costi finali potrebbero essere ingenti. Senza un accordo preliminare sulla loro allocazione, un'efficace gestione della crisi potrebbe essere facilmente compromessa dall'azione di singole autorità mosse da quelli che considerano essere i loro interessi nazionali.

In teoria, sarebbe anche possibile valutare preventivamente il grado di preparazione delle istituzioni finanziarie ad affrontare problemi di questo tipo. Oggigiorno quasi tutte le società finanziarie eseguono prove di stress, il che è molto positivo. Tali prove si basano però su ipotesi semplificatrici, le quali, per forza di cose, non rispecchiano la complessità degli avvenimenti del mondo reale. Le società finanziarie dovrebbero prendere atto di questi limiti allorché cercano di premunirsi contro eventuali difficoltà e dotarsi di un patrimonio adeguato. Quel che è forse più importante, esse dovrebbero vagliare le

implicazioni per le dinamiche di mercato derivanti dalla possibilità che altre istituzioni reagiscano nello stesso modo a determinati shock – magari anche sulla base di raccomandazioni prudenziali – e prepararsi di conseguenza. Gli organi di regolamentazione dovrebbero parimenti ponderare tale eventualità. Sarebbe quantomeno auspicabile una più ampia condivisione dei risultati delle prove fra controparti e autorità.

I preparativi compiuti in vista di potenziali problemi andrebbero a integrare l'ampia gamma di misure adottate negli anni per rafforzare la solidità di fondo di istituzioni finanziarie, mercati, sistemi di pagamento e di regolamento. Una proposta più recente che merita maggiore attenzione è quella di creare preventivamente banche “pronte per l'uso”, ossia soggetti giuridici in grado di assumere in tempi brevissimi le funzioni vitali di un'istituzione finanziaria fallita, arginando così gli effetti indotti dalla sua chiusura. Si tratterebbe di un altro modo per limitare la condiscendenza regolamentare, che spesso ha rappresentato un problema in passato.

Cosa potrebbero fare le autorità in presenza di una crisi? La risposta tradizionale sarebbe un'iniezione di liquidità mirata a determinate istituzioni. In un mondo in rapida evoluzione ciò solleva tuttavia alcuni quesiti. Ad esempio, quali dovrebbero essere in un sistema finanziario sempre più improntato al mercato i beneficiari di tale sostegno: le sole banche nazionali, o anche le banche estere, le istituzioni finanziarie regolamentate, le società veicolo emittenti di titoli garantiti da attività, o altri soggetti ancora? Un ulteriore quesito concerne l'adeguatezza delle garanzie reali, in particolare la validità giuridica dell'accettazione di strumenti internazionali e la possibilità che il valore delle garanzie venga gravemente intaccato in caso di crisi. Un terzo aspetto riguarda l'opportunità di concordare in anticipo una serie di condizioni in base alle quali determinare se fornire o meno un sostegno di liquidità. Se fino a non molto tempo fa era cosa abituale parlare dell'esigenza di un “ambiguità costruttiva” per evitare il *moral hazard*, oggi è sempre più frequente fra le banche centrali il riferimento a una “chiarezza costruttiva”. Ciò equivale, nella sostanza, a incitare le banche affinché prendano esse stesse tutte le ragionevoli misure atte a garantire la propria solidità, quale presupposto per poter beneficiare *in extremis* dell'aiuto delle autorità.

In un mondo maggiormente orientato al mercato è in realtà più probabile che un'iniezione generalizzata di liquidità e un abbassamento dei tassi di interesse siano la risposta ufficiale prescelta per far fronte a un grave incidente finanziario. È quanto abbiamo già osservato in più occasioni nel recente passato. Una complicazione potrebbe sorgere qualora si verificassero andamenti divergenti fra i vari paesi, capaci di provocare variazioni indesiderate dei tassi di cambio. In questo caso, una migliore comunicazione fra le banche centrali sul modo in cui intendono reagire agli shock potrebbe contribuire a risolvere la questione. Un altro ordine di problemi può poi sopraggiungere allorché i tassi di interesse vengono mantenuti bassi per un periodo prolungato, ben superiore a quello necessario a ripristinare il normale funzionamento dei mercati. È tuttavia più opportuno affrontare questi ultimi aspetti nel contesto del secondo scenario critico, consistente in un periodo potenzialmente lungo di lenta crescita mondiale, che potrebbe

accompagnarsi – anche se non necessariamente – a gravi turbative nel sistema finanziario.

Quale dovrebbe essere la risposta appropriata sul piano delle politiche nel caso in cui forze avverse minacciassero le prospettive di crescita? L'analisi dei precedenti storici evidenzia quattro fattori che, interagendo fra loro, possono avere conseguenze veramente deleterie. Primo, i tassi di interesse reali possono essere ancora troppo alti per rilanciare l'economia, tanto più se quelli nominali hanno raggiunto la soglia zero e i prezzi si muovono al ribasso. Secondo, i salari reali possono essere in aumento e i profitti in calo. Questa situazione è ancora più probabile laddove i salari nominali sono vischiosi verso il basso e i prezzi diminuiscono. Terzo, un indebitamento elevato può imporre gravosi oneri per il servizio del debito, che vanno a intaccare la spesa. Quarto, la debolezza dell'economia reale può ripercuotersi sul sistema finanziario, traducendosi in una stretta creditizia e deprimendo ulteriormente la spesa. In tali circostanze si tratta di capire in che modo la politica monetaria possa essere impiegata per neutralizzare ciascuno di questi canali, ben sapendo che ogni intervento raccomandato potrebbe avere risvolti non solo positivi, ma anche negativi.

Nell'ipotesi di una recessione sembrerebbe del tutto naturale ridurre i tassi di interesse per stimolare la domanda aggregata. Tuttavia, dati i livelli elevati di debito accumulato durante le precedenti fasi distensive, tale approccio potrebbe non funzionare nel modo sperato. In Giappone l'allentamento senza precedenti delle politiche monetaria e fiscale negli anni novanta non bastò a imprimere una svolta all'economia. Del pari, negli Stati Uniti nonostante l'indirizzo eccezionalmente accomodante adottato dopo il 2001, la ripresa che seguì fu fra le più deboli del periodo postbellico, specie in termini di investimenti fissi e occupazione.

Va inoltre riconosciuto che un livello molto basso dei tassi di interesse nominali può avere rilevanti effetti collaterali negativi, non da ultimo sull'offerta aggregata. Dopo un periodo di eccessiva spesa, il basso costo dell'indebitamento può consentire a società "zombie" di rifinanziare i propri debiti e sopravvivere, come accaduto in Giappone, a scapito delle imprese più solide. Esso fornisce altresì un forte impulso all'attività di fusione e acquisizione, anche se questa, alla luce dell'evidenza storica, non di rado distrugge valore più che crearlo. Inoltre, i bassi tassi di interesse rappresentano un trasferimento di risorse dai creditori ai debitori, che con il tempo riduce il risparmio e la formazione di capitale e può infine essere di ostacolo a un aumento del tenore di vita. Non vanno poi dimenticate le conseguenze negative che i bassi tassi di interesse producono sui mercati finanziari. La ricerca di rendimenti più elevati può causare gravi distorsioni e accrescere il potenziale di instabilità, poiché gli investitori non soltanto acquistano attività intrinsecamente più rischiose, ma lo fanno ricorrendo in misura crescente alla leva debitoria. Per giunta, non è facile trovare una "strategia di uscita" da questo corso delle politiche. Già ora stiamo sperimentando difficoltà di questo tipo, ed esse saranno ancora più acute nel prossimo ciclo se i livelli di indebitamento continueranno a crescere.

Tali considerazioni implicano che, qualora si dovesse verificare un protracted periodo di debole crescita mondiale, le politiche di allentamento

monetario e fiscale andrebbero integrate da altre misure più strutturali. Dato che una solida redditività delle imprese è condizione necessaria per il rilancio della spesa in investimenti, gli interventi volti a contenere la progressione dei salari e ad aumentare la produttività presentano una certa attrattiva. Anche in questo caso, tuttavia, vi sono risvolti negativi. Anzitutto, così come per l'allentamento monetario, non è sicuro che tali interventi funzionino. In Giappone la crescita dei salari è stata assai contenuta per anni, ma gli investimenti non hanno dato alcun segno di ripresa fino a epoca recente. Inoltre, più basse retribuzioni a un minor numero di lavoratori implicano inizialmente una riduzione del monte salari, e quindi anche del reddito e della spesa delle famiglie. Sempre in Giappone, gli effetti sulla domanda delle famiglie sono stati attenuati da un forte calo del loro risparmio. Questa possibilità sarebbe tuttavia più remota in quei paesi, come attualmente gli Stati Uniti, in cui il tasso di risparmio delle famiglie è già esiguo.

Affrontare in modo diretto l'accumulo di debito può anche contribuire a evitare problemi nel più lungo periodo. Di fatto, è possibile che la tendenza alla cartolarizzazione del debito, unitamente ai nuovi strumenti per il trasferimento del rischio di credito, stia già accrescendo l'incidenza dei fallimenti societari rispetto a "risoluzioni ordinate" orchestrate da banche bendisposte. Vi sono validi motivi per raccomandare una pronta individuazione delle insolvenze effettive dei debitori e una loro pronta risoluzione. In tal modo si può rimuovere dal sistema una buona dose di incertezza. Di indubbio interesse sarebbe inoltre l'avvio di un processo che consenta di massimizzare il valore delle attività restanti. Se, così facendo, fosse altresì possibile rimuovere capacità produttiva dai settori in cui i profitti sono stati compressi a livelli molto bassi, pure questo contribuirebbe a correggere gli squilibri dal lato dell'offerta accumulati in precedenza.

Analogamente alle altre risposte appena menzionate, anche una riduzione esplicita del debito presenta degli svantaggi. Il primo e più ovvio è quello del *moral hazard*, sebbene la legislazione fallimentare possa essere concepita in modo da attenuare questo rischio. Il secondo svantaggio è che un precoce ed esplicito riconoscimento dell'impossibilità di onorare il servizio del debito potrebbe ripercuotersi sullo stato di salute del sistema bancario. Nell'attuale situazione dei paesi industriali, dove la cartolarizzazione dei crediti è ormai assai diffusa, ciò non parrebbe un grosso problema. Tuttavia, i prestiti immobiliari e i crediti al consumo potrebbero pur sempre costituire una fonte di turbative. Inoltre, nei sistemi bancari dei paesi emergenti il ricorso su larga scala alla remissione di debito o a procedure fallimentari potrebbe comunque mettere a repentaglio la solvibilità di singole istituzioni e fors'anche la capacità di funzionamento del sistema nel suo insieme.

Una volta accettata questa sfida, tale approccio offre anche un'opportunità. Nella misura in cui le perdite sono sopportate dal sistema bancario, ed esplicitamente riconosciute come tali, gli effetti collaterali dei precedenti eccessi vengono consolidati e possono così essere affrontati più agevolmente. In particolare, diviene possibile ricapitalizzare il sistema bancario e prendere le misure necessarie per far sì che le banche operino con profitto in futuro. Un sistema così risanato potrà svolgere pienamente la sua parte nel finanziare

una nuova espansione. L'esperienza dei paesi nordici, che ebbero a misurarsi con problemi analoghi alla fine degli anni ottanta, mostra cosa si possa fare, posto che vi sia la volontà politica.

Come evitare rischi analoghi in futuro?

Nessuno oggigiorno metterebbe in dubbio i grandi benefici economici derivanti dall'aver abbassato l'inflazione dagli elevati livelli raggiunti negli anni settanta. Eppure, con il passare del tempo si tende troppo facilmente a dimenticare come allora quel compito apparisse difficile. Negli anni sessanta e settanta i responsabili delle politiche erano generalmente dell'opinione che i costi in termini di disoccupazione derivanti dall'azione disinflazionistica sarebbero stati ingenti e durevoli, di gran lunga superiori ai benefici. Si sbagliavano. Nuove ricerche analitiche misero in evidenza il ruolo delle aspettative di inflazione e la capacità di una politica credibile di piegare tali aspettative e mantenerle su bassi livelli con un costo assai minore di quello inizialmente previsto. I risultati economici in genere eccellenti conseguiti dai paesi industriali negli ultimi venti o trent'anni sono la conferma della saggezza di coloro che decisero di mettere alla prova queste nuove cognizioni.

Tuttavia, equivarrebbe parimenti a negare l'evidenza storica sostenere che un contesto di bassa inflazione sia sufficiente a evitare qualunque problema macroeconomico. Negli ultimi decenni si è assistito a ogni tipo di incidenti destabilizzanti, in parte connessi con la rimozione di vincoli da sistemi finanziari fino ad allora repressi. Si pensi alla crisi finanziaria messicana del 1994, a quella asiatica del 1997, alla moratoria sul debito russo e agli eventi collegati al fallimento di LTCM nel 1998, o ancora al crollo borsistico del 2001. Nessuno di questi avvenimenti si è verificato in presenza di un grado significativo di inflazione manifesta. Guardando a un passato più lontano, né negli Stati Uniti durante gli anni venti, né in Giappone durante gli anni ottanta erano palesi forti pressioni inflazionistiche. Evidentemente, una bassa inflazione, per quanto desiderabile, non è sempre bastata a garantire un buon andamento dell'economia.

D'altra parte, le recenti evidenze empiriche confermano altresì che non tutti gli episodi di caduta dei prezzi provocano gravi problemi macroeconomici. È l'origine del fenomeno che conta. Gli incrementi di produttività e una maggiore concorrenza mondiale negli ultimi anni hanno ridotto il potere di fissazione dei prezzi delle imprese, eppure i profitti sono di fatto aumentati. Tali evidenze concordano con le ricerche storiche sul più lungo termine, che rivelano come in molti periodi la deflazione e un rapido tasso di crescita siano perfettamente coesistiti. Queste stesse ricerche dimostrano anzi che la terribile esperienza della Grande Depressione negli Stati Uniti è stata in realtà un caso unico.

Nell'insieme, queste considerazioni implicano che l'attuale approccio convenzionale al perseguitamento della stabilità dei prezzi potrebbe richiedere qualche affinamento. In presenza di previsioni che evidenziano un'inflazione saldamente sotto controllo sull'orizzonte di uno-due anni di norma utilizzato dalle banche centrali, vi è il rischio che i tassi ufficiali siano mantenuti a livelli molto bassi rispetto al saggio di rendimento atteso sugli investimenti. Shock

di offerta positivi acuiscono questo rischio, sia moderando l'inflazione sia accrescendo l'ottimismo degli operatori economici. Ciò dovrebbe a sua volta indurre gli imprenditori a intensificare il ricorso al credito per acquistare attività finanziarie e investire in capitale fisico e materie prime. Similmente, il basso livello dei tassi ufficiali, e quindi dei costi di indebitamento, potrebbe incitare le famiglie ad anticipare gli acquisti, compresi quelli di abitazioni e beni di consumo durevoli. Fino a un certo punto, gli effetti sulla spesa e sulla creazione di posti di lavoro possono ovviamente ritenersi altamente desiderabili. Oltre quel punto, tuttavia, il pericolo è in agguato poiché i prezzi crescenti delle attività incoraggiano la speculazione e forniscono al tempo stesso le garanzie collaterali per ottenere i necessari fondi. Tutti i passati episodi di *boom and bust* soprattutti presentano in misura rilevante queste stesse caratteristiche dinamiche.

Al fine di tenere conto di tali possibilità, il quadro analitico keynesiano, che continua a essere il principale strumento di lavoro della maggior parte dei banchieri centrali, necessita di modifiche. Per guidare la manovra monetaria occorre oggi una gamma molto più ricca di indicatori, compresi in particolare quelli che segnalano squilibri finanziari sia interni sia esterni. Su periodi di tempo più lunghi tali squilibri possono rappresentare, in senso deflazionario, una minaccia per la stabilità dei prezzi ancora più grande e seria di "pressioni" inflazionistiche più a breve termine e più convenzionali, quali gli *output gap*. La consapevolezza di ciò richiede che si allunghino gli orizzonti temporali sull'arco dei quali viene giudicato il successo della politica monetaria nello stabilizzare i prezzi, cosicché diventi possibile vederne esplicati tutti gli effetti. In alcune circostanze, l'innalzamento dei tassi di interesse potrebbe temporaneamente spingere l'inflazione al disotto dei livelli desiderati, ma ciò sarebbe ancora preferibile a uno scenario di *boom and bust* al termine del quale la discesa dell'inflazione sotto l'obiettivo risulterebbe non soltanto maggiore, ma anche più duratura. In alternativa, vi è forse la possibilità di attenuare questo dilemma con l'ausilio di altri strumenti, di natura più regolamentare, che contribuiscano a ridurre a monte l'accumulo di squilibri finanziati dal credito. Proposte in tal senso, tuttavia, presupporrebbero un cambiamento sostanziale sia nella cultura di vigilanza sia nella natura dei rapporti fra banche centrali e altre istanze ufficiali.

Indice

Organizzazione, <i>governance</i> , attività della Banca	171
Organizzazione e <i>governance</i> della Banca	171
<i>La BRI, la Direzione, gli azionisti</i>	171
<i>Organigramma della BRI al 31 marzo 2006</i>	173
Promozione della cooperazione finanziaria e monetaria internazionale:	
contributi diretti della BRI nel 2005/06	173
<i>Consultazioni periodiche su questioni monetarie e finanziarie</i>	173
<i>Altre aree di cooperazione tra banche centrali sotto l'egida della BRI</i>	175
<i>Uffici di rappresentanza</i>	180
<i>Istituto per la stabilità finanziaria</i>	182
Promozione della stabilità finanziaria per il tramite dei comitati permanenti	183
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	183
<i>Comitato sul sistema finanziario globale</i>	185
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i>	186
<i>Comitato sui mercati</i>	187
<i>Central Bank Counterfeit Deterrence Group</i>	187
Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata	188
<i>Gruppo dei Dieci</i>	188
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i>	188
<i>Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa</i>	190
<i>Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi</i>	191
Servizi finanziari della Banca	192
<i>Servizi bancari</i>	192
<i>Operazioni del Dipartimento bancario nel 2005/06</i>	193
<i>Grafico: Investimenti della clientela, per strumento</i>	193
<i>Funzioni di agente e fiduciario</i>	194
Aspetti istituzionali e amministrativi	195
<i>Modifiche dell'assetto di governance della BRI</i>	195
<i>Amministrazione della Banca</i>	196
Utile netto e sua ripartizione	198
<i>Utile netto</i>	198
<i>Revisione della politica dei dividendi della Banca</i>	199
<i>Proposta di ripartizione dell'utile netto per l'esercizio finanziario</i>	199
<i>Relazione dei Revisori dei conti</i>	200
Consiglio di amministrazione	201
Dirigenti della Banca	202
Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione	202
Banche centrali membri della BRI	204
Situazioni dei conti	205
Situazione patrimoniale	206
Conto profitti e perdite	207
Rendiconto finanziario	208
Ripartizione degli utili	209
Evoluzione delle riserve statutarie della Banca	209
Evoluzione del capitale della Banca	210
Note relative ai conti	211
Relazione dei Revisori dei conti	241
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni	242

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 554 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 comitati e organismi sono forniti di 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.

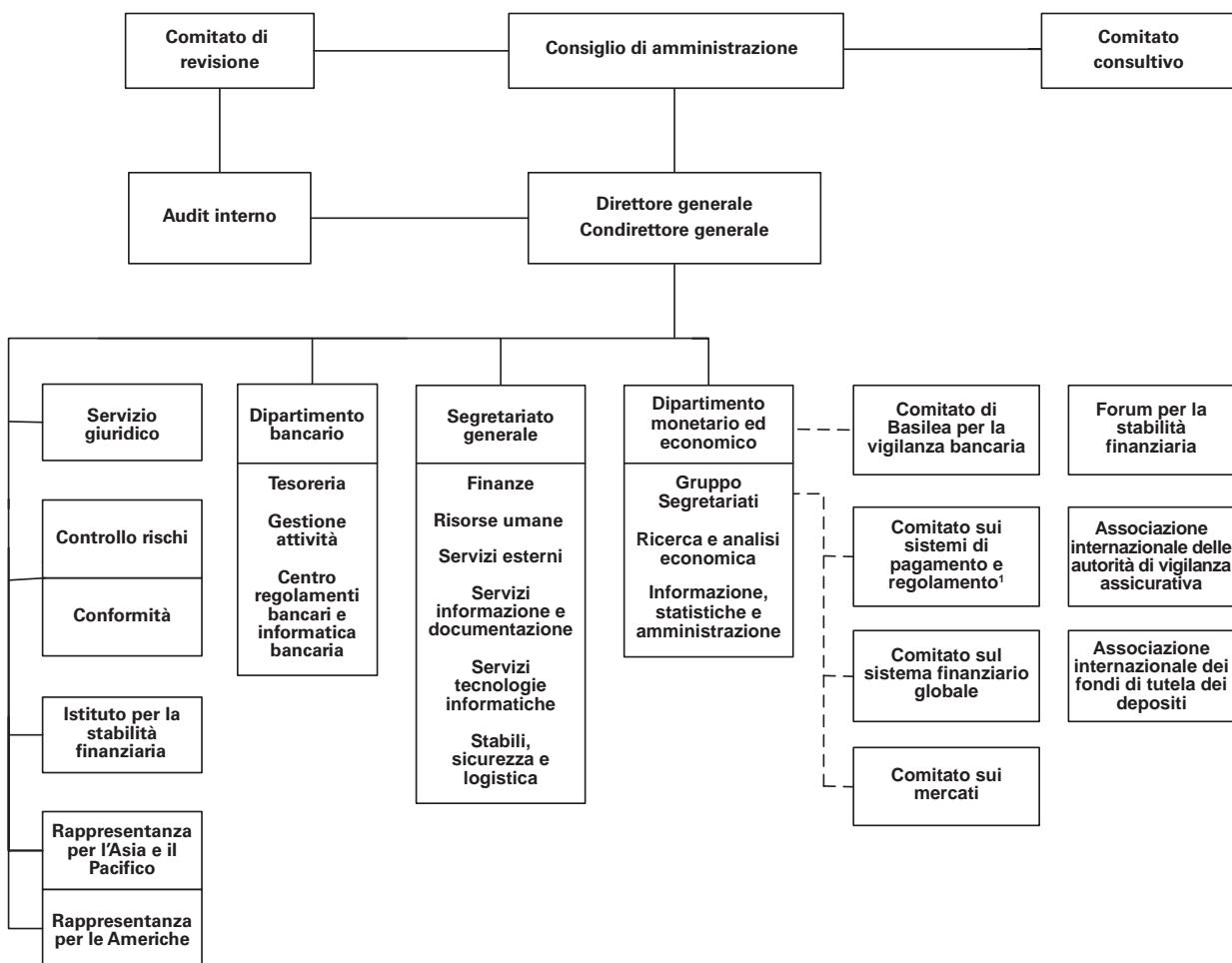
I tre più importanti organi di governo e amministrazione della Banca sono:

- l'Assemblea generale delle banche centrali membri – Cinquantacinque banche centrali o autorità monetarie sono al momento titolari dei diritti di voto e di rappresentanza alle Assemblee generali. L'Assemblea generale ordinaria si tiene nei quattro mesi successivi alla chiusura dell'esercizio finanziario della Banca, fissata al 31 marzo. Nel 2005 erano presenti 110 banche centrali, di cui 84 a livello di Governatore, nonché 21 istituzioni internazionali nella persona dei loro delegati;
- il Consiglio di amministrazione – Composto attualmente di 17 membri, le sue funzioni principali includono la determinazione degli indirizzi riguardo a strategie e politiche della Banca e la sorveglianza sulla Direzione. 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, esso svolge funzioni consultive per il Direttore generale su tutte le questioni rilevanti che interessano la BRI nel suo insieme.

L'Assemblea generale straordinaria tenutasi in concomitanza con l'Assemblea ordinaria del 2005 ha approvato la proposta revisione dello Statuto della BRI volta a razionalizzare il governo societario della Banca. La decisione è il frutto di un'indagine avviata dalla Banca nel 2004 per accrescere la trasparenza delle sue operazioni e delle sue strutture. Essa ha comportato l'abolizione della carica di Presidente della BRI con effetto dal 27 giugno 2005. Dal 1948 le cariche di Presidente del Consiglio di amministrazione e di Presidente della Banca erano state ricoperte da un'unica persona. Nell'ambito dell'indagine è stato anche formalizzato il mandato del Comitato esecutivo quale organo consultivo del Direttore generale e si sono elaborati gli statuti del Consiglio di amministrazione e di vari comitati operativi.

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

Organigramma della BRI al 31 marzo 2006



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 2005/06

A conclusione di un intenso processo di consultazione con le banche centrali asiatiche membri della BRI, agli inizi del 2006 la Banca ha annunciato una serie di iniziative miranti ad approfondire i rapporti con i suoi partner strategici in Asia. Tali iniziative comprendono un programma triennale di ricerca su questioni monetarie e finanziarie nella regione Asia-Pacifico, un ampliamento del lavoro condotto dall'Istituto per la stabilità finanziaria nella regione e un'estensione dei servizi bancari forniti dall'Ufficio di rappresentanza della BRI a Hong Kong SAR.

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, oltre che per scambiare pareri ed esperienze su tematiche di particolare interesse o rilevanza per le banche centrali. Queste riunioni rappresentano uno dei principali strumenti con cui la Banca promuove la cooperazione all'interno della comunità di banche centrali. La Banca 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. Le riunioni dei Governatori dei paesi del G10 e quelle dei Governatori delle principali economie emergenti spesso affrontano tematiche congiunturali di particolare rilevanza per i rispettivi gruppi di economie. Nel caso del G10, questi incontri sono altresì l'occasione per discutere di aspetti attinenti al lavoro dei comitati permanenti di banche centrali ospitati presso la Banca.

Poiché non tutte le banche centrali sono direttamente coinvolte nei lavori dei comitati e degli altri organismi ospitati dalla Banca, un periodico Review Meeting dei Governatori le aggiorna in merito all'operato di questi gruppi specializzati. All'occorrenza, esso approfondisce temi di diretta rilevanza per tali banche centrali. Nel 2005/06 i Governatori hanno trattato i seguenti argomenti:

- recenti sviluppi nel mercato petrolifero;
- questioni legate ai mercati dei cambi;
- Basilea 2 e aspetti inerenti alla vigilanza nel paese di origine e nel paese ospitante;
- nuovi Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria;
- finanziamento dell'edilizia residenziale;
- rapporti tra le banche centrali e le autorità governative.

Infine, i seguenti temi di natura più strutturale e di interesse generale per l'intero gruppo di banche centrali membri della BRI sono stati affrontati nell'All Governors Meeting:

- banche centrali e stabilità finanziaria: obiettivi, strumenti e responsabilità;
- effetti della globalizzazione sulla formazione dei salari e dei prezzi: cambiamenti e loro rilevanza;
- mercati creditizi, prodotti finanziari complessi e gestione del rischio;
- questioni e prospettive dei nuovi Accordi europei di cambio e adesione all'area dell'euro;
- misurazione dell'inflazione ai fini della politica monetaria.

Nell'analisi degli aspetti connessi con la stabilità finanziaria, i Governatori reputano 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 regolarmente dibattiti informali fra esponenti dei settori pubblico e privato, incentrati sui comuni interessi nella promozione e nel mantenimento di un sistema finanziario solido e ben funzionante.

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 2005 ha esaminato l'evoluzione del processo inflazionistico;
- le riunioni dei gruppi di lavoro sulla politica monetaria interna, 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 i progressi nei sistemi bancari di tali economie.

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

Attività di ricerca

Oltre a fornire materiale di riferimento 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 di analisi su tematiche di rilevanza per le banche centrali e, in misura sempre maggiore, per le autorità di vigilanza. 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. Gran parte degli studi è disponibile sul sito internet della BRI (www.bis.org).

In linea con la missione della Banca, l'attività di ricerca a lungo termine si concentra sulle questioni relative alla stabilità monetaria e finanziaria. Fra i principali temi trattati nel periodo sotto rassegna figurano:

- i cambiamenti nel processo inflazionistico, in particolare i nessi tra inflazione e globalizzazione e il ruolo del tasso di cambio;
- la misurazione e il prezzo del rischio di credito, specie in riferimento ai nuovi strumenti finanziari come i derivati creditizi;
- la misurazione della propensione al rischio e il suo impatto sul prezzo delle attività finanziarie;
- le tendenze nel sistema bancario internazionale;
- il coordinamento fra politica monetaria e vigilanza prudenziale;
- l'interazione tra gestione del rischio, contabilità e regolamentazione prudenziale.

Nel quadro delle sue attività di ricerca la BRI organizza altresì conferenze e seminari volti a riunire responsabili delle politiche, rappresentanti del mondo accademico e operatori economici. Nel giugno 2005, nel più ampio contesto delle celebrazioni della Banca per il 75° anniversario della sua istituzione, la 4^a Conferenza annuale della BRI ha avuto come tema il passato e il futuro della cooperazione fra banche centrali. In novembre si è inoltre tenuto un seminario ad alto livello sull'analisi del rapporto tra contabilità, gestione del rischio e regolamentazione prudenziale.

Cooperazione in ambito statistico

Uno dei principali sviluppi in ambito statistico è stata la decisione, adottata dalla BRI nel gennaio 2006, di assicurare i servizi di segretariato dell'Irving

Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC). Si tratta di un consesso mondiale per l'uso e la compilazione delle statistiche presso le banche centrali, che opera in modo informale dal 1997 sotto l'egida dell'International Statistical Institute (ISI). L'IFC è attualmente presieduto da Jan Smets, Direttore della Banque nationale de Belgique e membro sostituto del Consiglio della BRI. Nell'aprile 2005 l'IFC ha organizzato una serie di incontri in occasione della 55^a Sessione ISI a Sydney e nel giugno 2005 ha copatrocinato, insieme alla Bank of Canada, un convegno sui requisiti dei dati per l'analisi della stabilità e delle vulnerabilità dei sistemi finanziari maturi. Nell'aprile 2006 il Comitato ha organizzato un convegno sul tema della misurazione dell'inflazione dei prezzi al consumo e sulle opinioni e preoccupazioni delle banche centrali in merito, al quale ha partecipato la maggioranza delle banche centrali rappresentate al Global Economy Meeting della BRI. Sono in corso i preparativi per la 3^a Conferenza dell'IFC, che si terrà presso la BRI a fine agosto 2006 e verterà sulla misurazione della posizione finanziaria del settore delle famiglie. Ulteriori informazioni riguardanti l'IFC, la sua struttura e i documenti relativi alle varie riunioni sono disponibili su www.ifcommittee.org.

Il sostegno assicurato dalla BRI all'IFC riflette il fatto che i dati statistici e le relative questioni metodologiche stanno acquisendo crescente importanza per le banche centrali sotto il profilo della stabilità sia monetaria che finanziaria. I servizi di segretariato forniti all'IFC sono inoltre un complemento naturale di altri servizi che la BRI svolge per la comunità statistica delle banche centrali, incluse la banca dati BIS Data Bank e la raccolta di diverse statistiche finanziarie internazionali.

Durante l'anno in rassegna hanno aderito a BIS Data Bank quattro nuove banche centrali, ossia quelle di Argentina, Brasile, Cina e India. Il numero totale delle banche partecipanti, per gran parte azioniste della BRI, è così salito a 39. Inoltre, le banche centrali azioniste che non partecipano all'iniziativa sono state invitate a fornire un numero limitato di indicatori economici fondamentali come contributo al materiale statistico di riferimento predisposto per gli incontri bimestrali della BRI.

Nell'ottobre 2005 35 banche centrali hanno partecipato alla riunione biennale di esperti sulle statistiche finanziarie internazionali della BRI, che ha passato in rassegna diverse questioni analitiche e tecniche inerenti a tali serie di dati. Lo scorso anno lo schema di segnalazione è stato esteso alle statistiche bancarie consolidate (per fornire maggiori informazioni sulle esposizioni al rischio ultimo, inclusi i dati fuori bilancio) e a quelle sui derivati OTC (per ricoprendere i dati sui *credit default swap*). Nelle statistiche bancarie BRI su base locale sono stati inclusi i dati provenienti dalla Corea, e quelle sulle emissioni interne sono state integrate con informazioni provenienti da Croazia e Pakistan. A fine 2005 la BRI ha inoltre deciso di cominciare a diffondere i dati provvisori relativi alle sue statistiche sull'attività bancaria internazionale diverse settimane prima che esse vengano pubblicate ufficialmente nella *Rassegna trimestrale BRI*. Sono altresì iniziati i preparativi per la prossima Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati, prevista per il 2007, alla quale dovrebbero partecipare le banche centrali di oltre 50 paesi.

Durante l'anno sotto rassegna la BRI ha operato in stretta collaborazione con la Banca mondiale, l'FMI e l'OCSE nel quadro dell'Inter-Agency Task Force on Finance Statistics, per istituire un nuovo presidio, il Joint External Debt Hub. Questa struttura, basata su internet (www.jedh.org) e inaugurata nel marzo 2006, integra i dati sul debito estero degli istituti di statistica nazionali con informazioni più analitiche sulle componenti del debito provenienti dai creditori e da fonti di mercato.

Il Joint External Debt Hub si avvale degli standard tecnici, delle linee guida concernenti il contenuto informativo e degli strumenti di attuazione sviluppati dall'iniziativa Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX). A nome delle banche centrali che partecipano alle sue attività statistiche, la BRI contribuisce all'SDMX insieme a Banca mondiale, BCE, Eurostat, FMI, Nazioni Unite e OCSE. A fine marzo 2006 tutte le principali norme SDMX erano state pubblicate su www.sdmx.org. Tra queste figurano una serie di specifiche tecniche approvate dall'International Organization for Standardization (ISO). Un primo contatto con l'XBRL International, che elabora analoghi standard per i documenti contabili, ha confermato la possibilità di rendere interoperabili i sistemi per lo scambio di dati statistici e contabili. Altre iniziative sono previste in questa direzione. La BRI presiederà l'SDMX Sponsors Committee nel 2006-07.

Governance delle banche centrali

La Banca è attiva nell'area del governo delle banche centrali da oltre un decennio. Durante tutto questo periodo essa si è ispirata all'obiettivo di soddisfare l'esigenza crescente delle banche centrali di disporre di informazioni tempestive e accurate e di analisi mirate. Nel maggio 2005 le attività svolte dalla BRI in questo campo sono state formalizzate con l'approvazione da parte dei Governatori delle banche centrali azioniste di uno statuto istitutivo del Central Bank Governance Forum. Questo organismo, composto dal Central Bank Governance Group e dal Central Bank Governance Network, ha lo scopo di promuovere il buon governo delle banche centrali nella loro veste di istituzioni pubbliche. I servizi di segretariato sono messi a disposizione dalla BRI.

Il Governance Group è costituito dai Governatori di un'ampia gamma rappresentativa di banche centrali. I suoi membri discutono di tematiche relative alla *governance* delle banche centrali, invitando i Governatori di altre banche centrali a partecipare al dibattito quando gli argomenti discussi sono di particolare rilevanza per tali istituzioni. Lo scorso anno il Gruppo ha affrontato una serie di problematiche, tra cui la normativa sulla libertà di informazione in relazione alle banche centrali, il ruolo del Governatore in qualità di presidente dei principali organi collegiali della banca centrale e il rapporto tra banca centrale e governo. Conformemente alla volontà del Gruppo, la BRI assegna priorità alle questioni di *governance* che rivestono importanza cruciale ai fini dell'efficacia operativa di autorità monetarie indipendenti e responsabili.

Il Governance Network comprende oltre 45 importanti banche centrali e autorità monetarie di tutto il mondo, le quali contribuiscono attivamente alle iniziative scambiandosi dati sul modo in cui affrontano questioni di natura istituzionale e organizzativa. Questo approccio collegiale consente la raccolta

di informazioni su mandati, poteri, operatività e doveri di rendiconto che possono servire alle banche centrali per rafforzare le rispettive istituzioni.

Gruppo di esperti di informatica delle banche centrali del G10

In occasione dei due incontri del Gruppo di esperti di informatica tenutisi lo scorso anno e delle due riunioni convocate per il suo Working Party on Security Issues, si è discusso soprattutto di *governance* in ambito informatico, programmazione della continuità operativa, protezione dei sistemi interni da minacce esterne, informatica mobile e accesso remoto. I membri del Gruppo hanno potuto condividere con organizzazioni analoghe le esperienze maturate nell'impiego di vari modelli di *governance* interna in ambito informatico, realizzando un giusto equilibrio tra innovazione e standardizzazione e analizzando i motivi alla base del mancato funzionamento di molti di tali modelli.

La programmazione della continuità operativa ha ricevuto un'attenzione ancora maggiore, data l'esigenza di potenziare i preparativi in vista di un'eventuale pandemia di influenza aviaria che si ripercuoterebbe soprattutto sulla disponibilità di risorse umane (nonché sulla dipendenza dai servizi esterni), piuttosto che sui sistemi informatici.

Le minacce per la sicurezza, seppure ancora rilevanti, hanno provocato un numero di disfunzioni leggermente inferiore rispetto agli scorsi anni, probabilmente grazie all'incremento degli strumenti e delle misure per individuare e neutralizzare tali minacce, in particolare i virus informatici. Anche le soluzioni per combattere i messaggi *spam* sono ora più diffuse, riducendo gli effetti di questo tipo di aggressione. L'informatica mobile e i connessi rischi continuano a rappresentare un campo che merita costante attenzione, alla luce sia delle aspettative economiche sia degli sviluppi del mercato.

Fra gli altri argomenti trattati in occasione degli incontri del Gruppo figurano i modelli di approvvigionamento in servizi, i vantaggi dell'audit interno in ambito informatico e la conformità con gli standard del settore (quali gli ITIL).

Audit interno

Dal 1986 i revisori interni delle banche centrali del G10 si incontrano regolarmente per condividere le esperienze e le conoscenze professionali maturate, nonché per esaminare nuove tematiche e nuove sfide. In genere il dibattito si concentra su argomenti che riguardano gli standard internazionali di audit interno e la continua necessità di migliorare il controllo dei rischi cui sono confrontate le banche centrali. Due volte l'anno l'unità di Audit interno della BRI organizza e ospita le riunioni del Working Party on IT Audit Methodologies del G10.

Nel giugno 2005 la BRI ha partecipato alla 19^a Conferenza plenaria annuale dei Capi degli ispettorati interni delle banche centrali del G10, ospitata dalla banca centrale del Giappone. La Conferenza si è occupata in particolare dei temi seguenti: ruolo dell'audit interno nella cultura etica di una organizzazione; implicazioni del Sarbanes-Oxley Act; audit del governo societario; ruolo dell'audit interno nella *governance* informatica; audit della gestione della continuità operativa (su quest'ultima tematica la BRI ha coordinato i lavori di un gruppo *ad hoc* del G10).

In seguito a una serie di incontri con i capi degli ispettorati interni di 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

Il Gruppo dei coordinatori della cooperazione tecnica e della formazione, istituito agli inizi degli anni novanta per coordinare l'assistenza tecnica delle banche centrali alle economie precedentemente pianificate, ha tenuto la sua riunione annuale a San Pietroburgo nel giugno 2005, ospite della banca centrale della Federazione russa. L'incontro ha confermato che la natura della cooperazione tecnica tra banche centrali sta cambiando sotto vari aspetti. Rispetto alle forme tradizionali di assistenza tecnica stanno assumendo crescente importanza le attività di formazione, così come varie forme di cooperazione bilaterale e multilaterale. Inoltre, molti paesi dell'Europa orientale, che in passato avevano beneficiato dell'assistenza tecnica, sono oggi impegnati in programmi di cooperazione con paesi della CSI e dei Balcani. La collaborazione tecnica si sta rafforzando anche con le banche centrali di altre regioni, in particolare l'Asia.

La BRI ha continuato a sostenere i vari gruppi regionali di banche centrali organizzando iniziative occasionali congiunte o intervenendo agli incontri con propri relatori. Lo scorso anno sono stati organizzati incontri con:

- il gruppo di banche centrali del Sud-Est asiatico (South East Asian Central Banks, SEACEN);
- il Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA);
- le banche centrali dell'Europa orientale e della CSI, tramite il Joint Vienna Institute;
- il Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion (CESAG), patrocinato tra gli altri dalla Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO);
- il Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa (MEFMI).

Comunicazione

Il 75° anniversario dell'istituzione della BRI nel 2005 ha offerto ulteriori opportunità per diffondere informazioni sul ruolo che la Banca svolge dal 1930 nel promuovere la cooperazione finanziaria internazionale:

- la mostra *this is the biz*, inaugurata dal Presidente del Consiglio di amministrazione Nout Wellink in occasione della 75^a Assemblea generale ordinaria e rimasta aperta al pubblico durante due settimane nel luglio 2005, è stata visitata da circa 6 000 persone. La mostra, basata su documentazioni storiche e illustrazioni contemporanee, comprendeva anche una serie di interviste filmate con Governatori di banche centrali e installazioni multimediali per ripercorrere la storia della BRI e spiegarne le funzioni attuali.
- La serie completa delle Relazioni annuali della BRI è stata pubblicata su DVD, nelle quattro lingue ufficiali, consentendo un accesso agevole e

funzionale al contenuto delle Relazioni dal 1930. Copie del DVD sono a disposizione delle biblioteche e dei ricercatori.

Nel gennaio 2006 la BRI ha ammodernato il proprio sito internet, facilitando l'accesso ai lavori di ricerca delle autorità monetarie e ai discorsi tenuti in pubblico da importanti banchieri centrali. Nel maggio 2006 la partecipazione al Central Bank Research Hub, lanciato su internet nel 2004, si estendeva a 40 istituzioni.

Uffici di rappresentanza

L'Ufficio di rappresentanza per l'Asia e il Pacifico (Ufficio asiatico) e quello per le Americhe (Ufficio per le Americhe) fungono da base per le attività della Banca nelle aree di rispettiva competenza. Gli Uffici mirano, da un lato, a intensificare i contatti della BRI con le banche centrali e le autorità di vigilanza regionali, e, dall'altro, a promuovere la cooperazione all'interno delle diverse regioni. A questo fine gli Uffici organizzano incontri, promuovono lo scambio di dati e informazioni e contribuiscono alla ricerca finanziaria ed economica della Banca nelle varie aree. Lo scorso anno le attività si sono concentrate sullo sviluppo dei mercati obbligazionari, sui mercati valutari regionali e sulla gestione delle riserve valutarie. I risultati sono stati pubblicati in una serie di documenti.

Gli Uffici di rappresentanza hanno altresì contribuito all'erogazione dei servizi bancari della BRI nelle due regioni organizzando regolari visite ai gestori delle riserve delle banche centrali e incontri a livello sia tecnico che gestionale.

Asia-Pacifico

La *dealing room* della Tesoreria regionale presso l'Ufficio asiatico permette di potenziare i servizi bancari forniti alla clientela della regione attraverso la sua attività giornaliera di negoziazione, a sostegno della quale due collaboratori del *back office* sono stati trasferiti dalla sede centrale. La *dealing room* sta inoltre assumendo un ruolo preminente nella gestione di nuovi prodotti in dollari australiani, nonché degli investimenti della stessa Banca nelle valute asiatiche.

La BRI ha contribuito in qualità di gestore all'istituzione e alla parziale quotazione ufficiale dei fondi appartenenti all'Asian Bond Fund 2 (ABF2), un'iniziativa dell'Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP). Le 11 banche centrali membri dell'EMEAP hanno investito riserve internazionali in titoli in moneta locale di emittenti sovrani e quasi sovrani di otto economie dell'EMEAP. Durante il periodo in rassegna la BRI si è adoperata per l'apertura del Pan-Asia Bond Index Fund dell'ABF a un più ampio pubblico di investitori e per la creazione dei primi fondi obbligazionari negoziati in borsa per Hong Kong SAR, Malaysia, Singapore e Thailandia. Inoltre, il gestore dell'ABF1 è stato trasferito all'Ufficio asiatico, dove tali iniziative continuano a essere assistite dalla ricerca economica sui mercati obbligazionari asiatici.

Le proposte della Direzione della BRI miranti a intensificare i rapporti tra le banche centrali azioniste asiatiche e la Banca stessa sono state esaminate nel corso di due riunioni del Consiglio consultivo asiatico (CCA). Tali proposte

prevedono un programma di ricerca triennale che comporta un considerevole impegno di risorse, un ampliamento dei servizi bancari e un'intensificazione del lavoro svolto dall'Istituto per la stabilità finanziaria, il quale si avvarrà della presenza a tempo pieno presso l'Ufficio asiatico di un suo collaboratore. In occasione della riunione del CCA tenutasi a Basilea nel giugno 2005 sono stati definiti i contorni di una nuova strategia asiatica, che è stata ulteriormente specificata nella riunione del febbraio successivo a Shanghai. In quest'ultima occasione il CCA ha trasmesso al Consiglio della BRI un resoconto del dibattito sul ruolo delle banche centrali asiatiche in seno alla Banca, avviato nel corso di una precedente seduta. Immediatamente dopo la riunione di febbraio i Governatori delle banche centrali asiatiche si sono incontrati con diversi Governatori di paesi esterni all'Asia per l'8^a Riunione speciale dedicata alle prospettive economiche e allo sviluppo dei mercati delle obbligazioni societarie.

L'Ufficio asiatico ha organizzato, o contribuito a organizzare, diversi incontri su politica monetaria, sviluppo dei mercati finanziari e stabilità finanziaria, ossia:

- un convegno sulla regolamentazione dei mercati mobiliari per le autorità di vigilanza bancaria in collaborazione con l'Istituto per la stabilità finanziaria (maggio 2005);
- la 10^a e l'11^a Riunione del Forum dell'EMEAP sui mercati dei cambi e altri mercati finanziari (giugno e dicembre 2005);
- un convegno sull'integrazione monetaria asiatica presso l'Hong Kong Institute for Monetary Research (HKIMR) (ottobre 2005);
- una riunione per i gestori delle riserve delle banche centrali presso la Reserve Bank of Australia a Sydney (ottobre 2005);
- un convegno sugli obiettivi di politica monetaria asiatici e sulla loro applicazione presso l'HKIMR (novembre 2005);
- un convegno sull'evoluzione dei mercati delle obbligazioni societarie presso la People's Bank of China a Kunming (novembre 2005);
- la 4^a Riunione di esperti delle banche centrali in materia di procedure operative di politica monetaria (marzo 2006).

Americhe

Nel suo terzo 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 insieme a banche centrali della regione e altre istituzioni, una serie di incontri ad alto livello a Città del Messico e in altre sedi. Tra le principali attività regionali volte a promuovere le finalità della Banca si segnalano:

- un convegno consultivo regionale sul rapporto *General guidance for national payment system development* del CSPR, organizzato con la collaborazione della banca centrale della Repubblica Dominicana e del Consejo Monetario Centroamericano (Repubblica Dominicana, agosto 2005);
- un seminario congiunto organizzato dall'ISF e dall'Association of Supervisors of Banks of the Americas (ASBA) per le autorità di vigilanza

- bancaria sul rischio di credito nell'ambito del Basilea 2 (Messico, settembre 2005);
- un seminario su come convivere con flussi internazionali di capitali mobili presso il CEMLA (Messico, settembre 2005);
 - un incontro del Working Party on Monetary Policy in Latin America (Argentina, ottobre 2005);
 - un seminario congiunto organizzato dall'ISF e dal CEMLA per le autorità di vigilanza bancaria sul processo di controllo prudenziale nell'ambito del Basilea 2 (Argentina, novembre 2005);
 - una riunione ad alto livello sull'evoluzione dei sistemi bancari e le connesse sfide e implicazioni per la politica monetaria e la stabilità finanziaria, con particolare enfasi sulle economie aperte di piccole dimensioni (Giamaica, gennaio 2006);
 - un seminario congiunto organizzato dall'ISF e dall'ASBA sulla validazione degli approcci IRB nel Basilea 2 (Perù, febbraio 2006);
 - un convegno regionale del Gruppo di lavoro del CSFG sulla stabilità finanziaria e i mercati obbligazionari in moneta locale (Messico, marzo 2006);
 - la creazione sulla piattaforma eBIS della Banca di uno spazio virtuale di comunicazione sicura per i giuristi delle banche centrali in America latina.

Istituto per la stabilità finanziaria

Il mandato dell'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF) è quello di assistere le autorità del settore finanziario nel rafforzare i rispettivi sistemi finanziari e nel promuovere la stabilità finanziaria a livello mondiale. L'ISF segue una duplice strategia diretta a diffondere standard e prassi ottimali principalmente destinati ai settori di vigilanza bancaria e assicurativa.

Il primo elemento della strategia è rappresentato dalla serie di incontri ad alto livello, di seminari e conferenze che l'ISF da tempo organizza a Basilea e in tutto il mondo. Durante lo scorso anno l'ISF ha organizzato complessivamente 51 eventi su una vasta gamma di argomenti di vigilanza del settore finanziario, cui hanno partecipato oltre 1700 esponenti di banche centrali e organismi di vigilanza bancaria e assicurativa. Questi eventi favoriscono lo scambio di informazioni, l'individuazione delle problematiche e l'intensificazione dei contatti internazionali tra le autorità di vigilanza. L'ISF continua inoltre a patrocinare una serie di incontri ad alto livello tesi a favorire lo scambio di opinioni tra i capi degli organi di vigilanza nelle varie regioni, con particolare riguardo alle questioni e ai progetti connessi con l'attuazione del Basilea 2. Agli incontri hanno partecipato anche i rappresentanti di banche commerciali, contribuendo a fornire alle autorità di vigilanza informazioni sui problemi inerenti all'applicazione del nuovo schema di adeguatezza patrimoniale.

Il secondo elemento della strategia consiste nell'FSI Connect, un programma di addestramento e informazione in rete concepito per gli addetti alla vigilanza bancaria. FSI Connect si compone attualmente di oltre 100 moduli che coprono un'ampia gamma di argomenti per gli addetti di tutti i livelli di

esperienza e competenza tecnica, cui vanno periodicamente ad aggiungersi nuovi argomenti. È inoltre in atto la traduzione in francese e spagnolo di circa 40 moduli relativi al Basilea 2. Ciò consentirà a FSI Connect di raggiungere un pubblico più vasto di addetti alla vigilanza bancaria a livello mondiale. Oltre 120 banche centrali e autorità di vigilanza di circa 105 giurisdizioni sono attualmente iscritte a FSI Connect per un totale di quasi 8 000 utenti.

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 da Jaime Caruana, Governatore del Banco de España, si adopera per rafforzare i sistemi di vigilanza e promuovere prassi ottimali di gestione del rischio nel settore bancario. Con decorrenza dal 1° luglio 2006 Nout Wellink, Presidente di De Nederlandsche Bank, succederà a Jaime Caruana nella carica di Presidente.

Attuazione del nuovo schema internazionale di requisiti patrimoniali (Basilea 2)

Al termine della fase di consultazione e in stretta collaborazione con l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), nel luglio 2005 il Comitato ha pubblicato alcuni emendamenti al trattamento delle attività di negoziazione nell'ambito del Basilea 2. Esso ha inoltre diffuso i risultati di uno studio relativo all'impatto del Basilea 2 sul patrimonio di vigilanza, condotto nel quarto trimestre 2005 dalle banche operanti nella maggior parte dei paesi membri del CBVB e in diversi paesi non membri. In conseguenza di questo studio, il Comitato ha confermato il "fattore di scala" dell'1,06% da applicarsi alle valutazioni basate sui rating interni nel quadro del nuovo schema.

L'applicazione coerente su base internazionale del Basilea 2 resta una delle priorità del Comitato. A questo proposito, l'Accord Implementation Group (AIG) del Comitato stesso ha continuato a incoraggiare la collaborazione e la coerenza. I membri dell'AIG informano regolarmente gli altri addetti alla vigilanza sulle esperienze acquisite in materia, al fine di definire strategie pratiche di attuazione adatte alle specifiche esigenze delle banche con operatività internazionale. Per favorire questo processo, nel giugno 2006 l'AIG, insieme a paesi non membri del Comitato, ha messo a punto linee guida sullo scambio di informazioni tra paese di origine e paese ospitante nell'ambito del Basilea 2. Il Comitato ha inoltre pubblicato documenti sulla validazione dei portafogli a basso rischio di inadempienza, sull'uso di modelli di rischio acquistati presso terzi e sul rischio operativo.

Governo societario delle banche

Il governo societario è rimasto al centro dell'attenzione internazionale a seguito di casi clamorosi di cattiva *governance*, che hanno indotto l'OCSE a elaborare nel 2004 una versione riveduta dei suoi Principi di governo societario. Nel febbraio 2006 il Comitato di Basilea ha pubblicato una versione aggiornata e significativamente riveduta (disponibile prossimamente anche in italiano)

del documento del 1999 *Rafforzamento del governo societario nelle organizzazioni bancarie*, che tiene conto delle caratteristiche peculiari del settore bancario.

Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria

Nell'aprile 2006 il Comitato ha pubblicato a fini di consultazione due documenti riveduti e aggiornati: i *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria* e la relativa *Metodologia*. I Principi sono stati pubblicati per la prima volta nel settembre 1997 e da allora sono per le autorità nazionali e gli organismi di valutazione esterna un riferimento per la qualità dei sistemi di vigilanza. La Metodologia, diffusa per la prima volta nel 1999, è stata elaborata per migliorare l'oggettività e la comparabilità nel valutare la conformità ai principi da parte dei diversi paesi. Dopo il 1997 sono intervenuti significativi cambiamenti nella regolamentazione, è stata acquisita grande esperienza nell'applicazione dei Principi fondamentali a livello dei singoli paesi e sono sorte nuove problematiche prudenziali. Una vasta gamma di utenti ed esperti ha partecipato alla revisione dei due documenti.

Contabilità e audit

Durante lo scorso anno le iniziative del Comitato hanno mirato soprattutto a potenziare il contributo fornito allo sviluppo di principi internazionali di contabilità e audit. Il dialogo ad alto livello con gli organismi normativi e le istituzioni leader in queste aree consente al Comitato di acquisire una visione basata su solide informazioni e una maggiore sensibilità alle problematiche prudenziali concernenti la contabilità e l'audit nel processo di elaborazione degli standard.

Il Comitato ha formulato linee guida specifiche destinate alle banche che decidono di adottare per la valutazione degli strumenti finanziari l'opzione di contabilizzazione al valore equo (*fair value*) di recente pubblicata dall'International Accounting Standards Board (IASB). Il Comitato ha inoltre diffuso un documento che fornisce orientamenti su una corretta stima del rischio di credito e sulla valutazione dei prestiti. Tale documento considera il modo in cui possono essere usati dati e procedure comuni ai fini della misurazione del rischio creditizio, delle scritture contabili e dell'adeguatezza patrimoniale. Infine, il Comitato ha trasmesso i propri commenti sui nuovi principi internazionali di audit e ha contribuito allo sviluppo di organi di sorveglianza in questo ambito.

Maggiore coinvolgimento dei paesi non membri nel lavoro del Comitato

Dal maggio 2006 gli ordini del giorno, gli obiettivi e i documenti di lavoro del Comitato sono distribuiti anche ai presidenti dei gruppi regionali di autorità di vigilanza affinché possano farli circolare all'interno dei rispettivi gruppi. Il Comitato è attivamente impegnato nell'organizzazione della prossima Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria che si terrà in Messico nell'ottobre 2006. Esso ha inoltre notevolmente accresciuto la quantità di informazioni sul proprio operato disponibili sul sito internet della BRI.

Comitato sul sistema finanziario globale

Il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) si riunisce quattro volte l'anno e ha il compito di monitorare gli sviluppi nei mercati finanziari mondiali e riferirne ai Governatori delle banche centrali dei paesi del G10. I membri del CSFG prendono anche iniziative coordinate di più lungo periodo istituendo gruppi di studio o di lavoro incaricati di affrontare questioni di particolare interesse relative agli sviluppi nei mercati finanziari. Oltre ad alti esponenti delle banche centrali del G10 e della BCE, il CSFG conta tra i suoi membri i rappresentanti delle banche centrali di importanti economie e centri finanziari.

Attività di monitoraggio

Lo scorso anno le sedute di monitoraggio del CSFG, incentrate sugli sviluppi macroeconomici e finanziari, hanno trattato i seguenti temi:

- conseguenze per l'economia globale derivanti da una svolta del ciclo creditizio e dal rincaro delle materie prime;
- ripercussioni del generale inasprimento della politica monetaria per le banche nelle economie emergenti;
- aumento delle riserve valutarie in numerose economie emergenti e sue implicazioni interne;
- flessione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, ruolo dei fondi pensione e relative implicazioni;
- impatto dell'uragano Katrina sul settore riassicurativo globale;
- restringimento dei differenziali di rendimento nei mercati emergenti e individuazione delle probabili determinanti;
- fonti e implicazioni del recente aumento delle operazioni di fusione e acquisizione;
- motivi della debolezza degli investimenti societari in varie economie.

Gruppi di lavoro e altri progetti

Nel gennaio 2006 il CSFG ha pubblicato il rapporto *Housing finance in the global financial market*, elaborato da un gruppo di lavoro che ha studiato i fattori strutturali influenti sull'offerta e sulla domanda di credito ipotecario. Le principali conclusioni cui è giunto il gruppo di lavoro sono le seguenti: gli sviluppi nel mercato ipotecario hanno migliorato l'allocazione e la valutazione di prezzo del credito, rafforzando la stabilità finanziaria e macroeconomica; le simulazioni di stress condotte da banche centrali e altri istituti indicano che l'attuale livello di debito è sostenibile e che la maggioranza dei mutuatari sarebbe in grado di assorbire cali ragionevoli dei prezzi delle abitazioni e tassi di interesse più elevati; infine, il fatto che i mutui per la casa siano finanziati in misura crescente sui mercati dei capitali può comportare, rispetto al passato, legami più stretti tra l'evoluzione dei mercati finanziari mondiali e quella dei mercati immobiliari nazionali.

- Il CSFG è attualmente impegnato nelle seguenti iniziative:
- organizzazione di un convegno con gli operatori del mercato per discutere gli attuali cambiamenti strutturali nei mercati creditizi e analizzare i fattori di domanda e di offerta che determinano tali sviluppi;

- un gruppo di studio per esplorare i fattori all'origine della recente bassa volatilità nei mercati finanziari, creato in risposta al timore che ciò possa incoraggiare gli operatori finanziari ad assumere rischi eccessivi con possibili conseguenze per la stabilità finanziaria;
- un gruppo di lavoro sulla stabilità finanziaria e sui mercati obbligazionari in valuta locale che analizza in quale misura le emissioni di questi mercati migliorano l'intermediazione finanziaria nazionale, nonché le potenziali implicazioni sulla stabilità finanziaria;
- un gruppo di lavoro sugli investitori istituzionali dedicato all'analisi dell'influsso che i cambiamenti degli standard prudenziali e contabili e le riforme strutturali dei sistemi pensionistici pubblici hanno sulle scelte di portafoglio e sul profilo di rischio di questi investitori.

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. Durante il periodo in esame il Comitato ha ulteriormente intensificato la cooperazione con altre istituzioni e consensi internazionali e ha coinvolto nelle sue attività un crescente numero di banche centrali. Il Comitato è presieduto da Timothy F. Geithner, Presidente e *Chief Executive Officer* della Federal Reserve Bank di New York.

Nel maggio 2005 il CSPR ha pubblicato i due documenti *Central bank oversight of payment and settlement systems* e *New developments in large-value payment systems*, mentre nel gennaio 2006 ha diffuso i rapporti *Cross-border collateral arrangements* e *General guidance for national payment system development*. Quest'ultimo ha tratto notevole beneficio dai commenti pervenuti nell'ambito della procedura di consultazione avviata nel maggio 2005.

Nel febbraio 2006 il Comitato ha annunciato che avrebbe condotto un'indagine sul modo in cui le banche e talune altre istituzioni gestiscono il rischio connesso con il regolamento delle operazioni in valuta. L'indagine ha avuto luogo nel secondo trimestre dell'anno e si è basata su quelle effettuate nel 1996 e nel 1997, i cui risultati sono riportati nel documento *Reducing foreign exchange settlement risk: a progress report*. L'indagine più recente tiene conto degli importanti sviluppi intervenuti nel frattempo nelle procedure di regolamento.

Nel marzo 2006 il Comitato e la Banca mondiale hanno diffuso a fini di consultazione il rapporto *General principles for international remittance services*, che studia gli aspetti relativi al sistema di pagamento delle rimesse e, sulla base di questa analisi, elabora una serie di principi generali volti ad assistere i paesi che desiderano migliorare il mercato dei connessi servizi. Il documento enuncia cinque principi generali attinenti a: trasparenza e tutela dei consumatori; infrastruttura dei sistemi di pagamento; quadro giuridico e regolamentare; struttura del mercato e concorrenza; *governance* e gestione del rischio.

Il CSPR si è impegnato ulteriormente per ampliare il suo raggio di attività all'esterno del G10 e rafforzare la cooperazione con altre banche centrali,

in particolare quelle dei mercati emergenti. Il Comitato ha inoltre fornito assistenza e supporto tecnico a incontri di lavoro e seminari su questioni concernenti i sistemi di pagamento, organizzati dalla BRI di concerto con gruppi regionali di banche centrali.

Comitato sui mercati

Il Comitato sui mercati raggruppa i responsabili delle operazioni di mercato presso le banche centrali del G10. Le sue 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 particolari avvenimenti di attualità per il funzionamento di tali mercati. Il Comitato invita periodicamente i rappresentanti di importanti paesi a unirsi al dibattito; oltre alle banche centrali e alle autorità monetarie di Australia, Brasile, Cina, Corea, Hong Kong SAR, Messico, Singapore e Spagna, agli inizi del 2006 ha partecipato per la prima volta alle discussioni anche la Reserve Bank of India.

Fra i temi trattati nel corso delle riunioni figurano:

- i movimenti recenti dei principali tassi di cambio bilaterali e l'impatto del cambiamento dei giudizi riguardo alle prospettive per la politica monetaria nelle tre aree valutarie maggiori;
- le ripercussioni del nuovo regime valutario cinese;
- l'influsso dello sviluppo delle piattaforme di contrattazione elettronica sul funzionamento dei mercati dei cambi;
- le sfide poste dal contesto di bassa volatilità;
- i fattori all'origine del recente rincaro delle materie prime, specie dell'oro;
- le variazioni dei rendimenti obbligazionari nei principali mercati finanziari, con particolare riguardo al ruolo svolto dai fattori di domanda e offerta (compreso l'influsso degli investitori istituzionali e l'impatto delle modifiche alla normativa sui fondi pensione) e alla performance più differenziata riscontrata tra le varie categorie di rating;
- l'impatto sui mercati finanziari dell'accumulo di riserve valutarie.

Nel corso dell'anno i membri del Comitato hanno altresì discusso una serie di tematiche specifiche, tra cui i preparativi in vista della prossima Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati dell'aprile 2007, le sfide di continuità operativa per le banche centrali e diverse questioni di attuazione della politica monetaria. Con decorrenza dal 1° giugno 2006 Sheryl Kennedy, Vice Governatore della Bank of Canada, è stata sostituita da Hiroshi Nakaso, Direttore generale della Bank of Japan, alla carica di Presidente del Comitato.

Central Bank Counterfeit Deterrence Group

I Governatori delle banche centrali del G10 hanno affidato al Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDG) il compito di analizzare le nuove minacce per la sicurezza della moneta cartacea e proporre contromisure applicative 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 PC, stampanti e *scanner*). La BRI fornisce il proprio sostegno 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 agli incontri in veste di osservatore, sia assicurando servizi di segretariato unitamente all'FMI e all'OCSE.

Nel settembre 2005 è stato pubblicato un rapporto, redatto su richiesta dei Sostituti del G10, sulle implicazioni dell'invecchiamento demografico e della riforma dei sistemi pensionistici per i mercati finanziari e le politiche economiche. Il documento conclude che i cambiamenti in atto negli schemi previdenziali pubblici e privati potrebbero accrescere sensibilmente l'incidenza del risparmio pensionistico e dei relativi flussi di capitale sui mercati finanziari. Secondo le raccomandazioni del rapporto, le norme regolamentari e prudenziali dovrebbero incoraggiare e sostenere la tendenza verso una gestione del rischio più rigorosa, una maggiore trasparenza e una migliore *governance* dei fondi pensione privati, ad esempio assicurando la coerenza tra i requisiti patrimoniali e prudenziali e gli standard contabili. Le norme tributarie dovrebbero evitare di ostacolare la costituzione di margini di copertura in eccesso da parte dei fondi pensione privati e prevenire l'abuso di differimenti di imposta. Inoltre, dal momento che i rischi vengono trasferiti in misura crescente alle singole famiglie, è necessario migliorare la formazione e la consulenza finanziaria per proteggere i beneficiari delle prestazioni pensionistiche. Sono state infine avviate iniziative per salvaguardare le funzioni critiche svolte dalle istituzioni finanziarie private.

Forum per la stabilità finanziaria

Il Forum per la stabilità finanziaria (FSF), istituito nel 1999, promuove la stabilità finanziaria internazionale attraverso una più ampia condivisione 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 (Banca mondiale, BRI, FMI e OCSE) e organismi internazionali di vigilanza e regolamentazione.

(Comitato di Basilea, IAIS, IASB e IOSCO), nonché gruppi di esperti di banche centrali (CSFG e CSPR). Il Segretariato del Forum è ospitato dalla BRI. Ulteriori informazioni sull'FSF sono disponibili sul sito internet www.fsforum.org.

L'FSF si riunisce due volte l'anno in sessione plenaria. I due incontri più recenti si sono tenuti a Londra e a Sydney, rispettivamente nel settembre 2005 e nel marzo 2006. Il Forum ospita altresì convegni regionali per promuovere un più ampio scambio di idee sulle vulnerabilità finanziarie e sulle iniziative in corso a livello nazionale e internazionale. Le ultime riunioni di questo tipo si sono tenute a Città del Messico nel novembre 2005 e a Sydney nel marzo 2006 e hanno affrontato tematiche riguardanti, rispettivamente, le economie latinoamericane e la regione Asia-Pacifico.

Durante l'anno in esame, oltre alla periodica valutazione delle vulnerabilità finanziarie, l'FSF ha altresì esaminato: il grado di preparazione delle principali istituzioni finanziarie nel far fronte agli importanti cambiamenti intervenuti nel contesto economico e finanziario; gli insegnamenti tratti da precedenti episodi di erosione della liquidità di mercato; i principi in materia di continuità operativa per le autorità e le istituzioni finanziarie; le possibili implicazioni per la stabilità economica e finanziaria di una pandemia di influenza aviaria; i progressi nell'attuazione di norme e codici internazionali; la solidità dei processi internazionali di regolamentazione finanziaria; i timori di un sovraccarico regolamentare.

La rapida crescita del settore degli *hedge fund* negli ultimi anni ha richiamato l'attenzione dei mercati e della comunità ufficiale. Nel novembre 2005 l'FSF ha organizzato due incontri informali con i rappresentanti del settore, le loro controparti e le autorità finanziarie, per migliorare la comunicazione tra i settori pubblico e privato su tematiche relative a questi fondi. I partecipanti hanno esaminato le tendenze del settore, i rischi presenti nell'attuale contesto di mercato, i problemi di gestione dei rischi per gli *hedge fund* e le loro controparti, e questioni di ordine operativo.

Inoltre, l'FSF ha continuato a incoraggiare iniziative miranti a potenziare l'applicazione di standard e prassi internazionali di contabilità e audit, promuovendo in particolare il dialogo tra le parti interessate. Nel febbraio 2006 l'FSF, l'International Accounting Standards Board e l'International Federation of Accountants hanno organizzato una tavola rotonda nel corso della quale sono stati esaminati i risultati ottenuti nel primo anno di applicazione dei principi contabili internazionali (*International Financial Reporting Standards, IFRS*); il processo di convergenza tra IASB e altri organismi contabili nazionali; le questioni concernenti la contabilità al valore equo; i rischi insiti nei procedimenti di rendicontazione finanziaria. Hanno partecipato alla tavola rotonda gli alti rappresentanti di organismi nazionali competenti in materia di segnalazioni finanziarie, associazioni di contabili e revisori, organismi di regolamentazione, operatori economici (inclusi i rappresentanti di società attive sul mercato dei capitali, imprese e investitori), organi di vigilanza internazionali e istituzioni finanziarie internazionali.

Nel marzo 2005 l'FSF ha avviato un processo per promuovere ulteriori progressi nei centri finanziari offshore (CFO), avvalendosi di iniziative prese dai membri del Forum a livello sia nazionale sia internazionale e di misure

appropriate da parte dello stesso FSF. Nel quadro di questo processo l'FSF ha istituito un gruppo incaricato di esaminare il lavoro svolto dagli organismi appartenenti al Forum per assicurare che i CFO soddisfino gli standard internazionali, nonché di affrontare i restanti problemi riscontrati in diversi CFO, riguardanti in particolare un'efficace cooperazione internazionale, lo scambio di informazioni e l'adeguatezza delle risorse destinate alla funzione prudenziale. Il gruppo ha tenuto la sua prima riunione formale nel febbraio 2006, riferendo successivamente all'FSF sui progressi compiuti in tali ambiti.

A fine aprile 2006 Roger W. Ferguson Jr. si è dimesso dalla carica di Presidente dell'FSF dopo aver lasciato la Federal Reserve. Gli succede Mario Draghi, Governatore della Banca d'Italia.

Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa

L'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (International Association of Insurance Supervisors, IAIS) è ospitata dalla BRI fin dall'istituzione del suo Segretariato nel gennaio 1998. Il suo ruolo è simile a quello del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, ma è incentrato sul settore assicurativo. L'obiettivo della IAIS è 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 (nel quadro del Joint Forum del Comitato di Basilea, della IOSCO e della IAIS), l'Associazione ha altresì contribuito all'elaborazione di principi per la supervisione dei conglomerati finanziari. Inoltre, essa partecipa attivamente al Forum per la stabilità finanziaria. Il continuo aumento del numero di nuovi membri e osservatori presso la IAIS testimonia del riconoscimento della sua missione. Maggiori informazioni sulla IAIS sono disponibili sul sito internet (www.iaisweb.org).

Durante lo scorso anno la IAIS ha intrapreso una serie di importanti iniziative finalizzate all'elaborazione e all'armonizzazione degli standard prudenziali per il settore assicurativo alla luce del mutato panorama finanziario, attribuendo carattere prioritario a questioni riguardanti la contabilità, l'adeguatezza patrimoniale, la solvibilità e le riassicurazioni.

Relativamente alla contabilità, nel giugno 2005 è stato pubblicato il documento *Issues arising as a result of the IASB's insurance contracts project – Phase II: initial IAIS observations*. Esso contiene osservazioni preliminari su specifiche questioni di misurazione comuni al *reporting* finanziario e a quello prudenziale che, secondo la IAIS, andrebbero affrontate dallo IASB in sede di esame della seconda fase del suo progetto sui contratti assicurativi, con riferimento in particolare alla valutazione delle passività assicurative.

Per quanto riguarda l'adeguatezza patrimoniale e la solvibilità, nell'ottobre 2005 la IAIS ha approvato il rapporto *A new framework for insurance supervision: towards a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency*, che descrive le logiche e i contenuti di uno schema di vigilanza assicurativa. Nello stesso tempo, la IAIS ha adottato il documento *Towards a common structure and common standards for the*

assessment of insurer solvency: cornerstones for the formulation of regulatory financial requirements, che delinea i contorni della struttura e degli standard comuni, mettendo in evidenza gli elementi fondamentali per la formulazione di requisiti finanziari prudenziali. Nel febbraio 2006 è stato pubblicato un altro rapporto regolamentativo generale, *Roadmap for a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency*, in cui viene tracciato un programma di lavoro per le future iniziative miranti a istituire il nuovo schema di supervisione del settore assicurativo.

Sempre nell'ottobre 2005 la IAIS ha approvato il documento prudenziale *Guidance paper on risk transfer, disclosure and analysis of finite reinsurance*, mentre in dicembre ha pubblicato la seconda edizione dell'annuale *Global reinsurance market report*, basato sulle statistiche del mercato riassicurativo globale per l'esercizio 2004. Questo rapporto esamina la salute finanziaria generale del settore nel 2004, anno in cui le imprese riassicurative hanno dovuto far fronte a diverse catastrofi naturali, tra cui quattro importanti uragani negli Stati Uniti e una serie di tifoni in Giappone. Il documento discute inoltre brevemente gli eventi di perdita del 2005 – in particolare l'uragano Katrina, che ha avuto pesanti ripercussioni per il settore riassicurativo – concludendo che, malgrado le sostanziali decurtazioni che subiranno gli utili delle riassicurazioni, l'impatto negativo sul patrimonio totale del settore sarà limitato.

La formazione resta una delle priorità della IAIS. Durante l'anno in rassegna essa ha organizzato o copatrocinato 20 seminari, conferenze e incontri di lavoro in tutto il mondo, spesso in collaborazione con l'Istituto per la stabilità finanziaria. Nel contempo, insieme alla Banca mondiale, la IAIS ha portato avanti il progetto di formazione destinato alle autorità di vigilanza assicurativa, elaborando circa 25 moduli di alta qualità per un'attuazione approfondita dei suoi principi fondamentali.

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. Attualmente partecipano alle attività della IADI 61 organizzazioni di tutto il mondo (di cui 44 membri a pieno titolo), comprese varie banche centrali interessate a promuovere l'adozione o il funzionamento di sistemi efficaci di assicurazione dei depositi. Capo del Consiglio esecutivo e Presidente della IADI è Jean Pierre Sabourin, mentre John Raymond LaBrosse è Segretario generale.

Nel suo quarto 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 4^a Conferenza annuale dell'Associazione, svoltasi nel settembre 2005 a Taipei, hanno partecipato ad esempio rappresentanti di 150 fondi di tutela dei depositi e autorità di 49 paesi. Le sfide che presenta la risoluzione dei dissesti bancari sono state il principale tema all'ordine del giorno.

La IADI ha inoltre organizzato per la prima volta una settimana internazionale dedicata ai fondi di tutela dei depositi (*International Week of Deposit Insurance*), con una mostra speciale in cui 32 espositori hanno fornito informazioni sulle caratteristiche principali dei sistemi di tutela dei depositi in tutto il mondo. Un'altra iniziativa inedita è il premio per il migliore fondo di tutela dei depositi dell'anno, conferito a un'istituzione partecipante in riconoscimento di importanti risultati e/o del suo contributo alla promozione degli scopi della IADI.

La IADI continua a impegnarsi nell'elaborazione di linee guida per migliorare l'efficacia dei sistemi di assicurazione dei depositi. Essa ha pubblicato documenti su:

- istituzione e configurazione dei sistemi di assicurazione dei depositi;
- sviluppo di fondi a contribuzione differenziata;
- promozione di un'interazione efficace tra i partecipanti alla rete di sicurezza finanziaria;
- linee guida generali relative al documento *Bank resolutions consultation paper*.

Tra le attività regionali recenti figurano le conferenze, i seminari e le riunioni tenuti in Almaty, Cartagena, Manila, Abuja, Taipei, Praga e Marrakesh. La IADI ha inoltre collaborato con la Banca asiatica di sviluppo a un seminario internazionale sull'integrazione della vigilanza finanziaria e sul ruolo dei fondi di assicurazione dei depositi che ha avuto luogo nel febbraio 2006.

Il sito internet (www.iadi.org) e il bollettino bimestrale della IADI forniscono informazioni ai membri e ai partecipanti sulle varie attività.

Servizi finanziari della Banca

Servizi bancari

La BRI offre una vasta gamma di servizi finanziari concepiti specificamente per assistere le banche centrali e altre istituzioni monetarie ufficiali nella gestione delle riserve valutarie. Attualmente si avvalgono di tali servizi circa 130 istituzioni di questo tipo, nonché varie 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 possibilità di investimento in termini di denominazioni valutarie, liquidità e scadenze. Oltre ai tradizionali strumenti del mercato monetario, quali i depositi a vista, con termine di preavviso e a scadenza fissa, la Banca offre due prodotti che possono essere negoziati (acquistati e rivenduti) direttamente con essa, ovvero il Fixed-Rate Investment at the BIS (FIXBIS), disponibile con scadenze da una settimana a un anno,

e il BIS Medium-Term Instrument (MTI), con scadenze da uno a 10 anni. Dell'offerta di base fa parte anche una serie di strutture MTI con facoltà di rimborso anticipato e altri strumenti con opzionalità incorporata.

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 per titoli pubblici o attività di prim'ordine, sulla base di un mandato specifico concordato con la banca centrale cliente oppure attraverso un fondo aperto, il BIS Investment Pool (BISIP), che permette ai clienti di investire in un portafoglio di attività. I due fondi obbligazionari asiatici ABF1 e ABF2 sono amministrati dalla BRI nel quadro del BISIP, il primo direttamente dalla Banca, il secondo da un gruppo di gestori esterni.

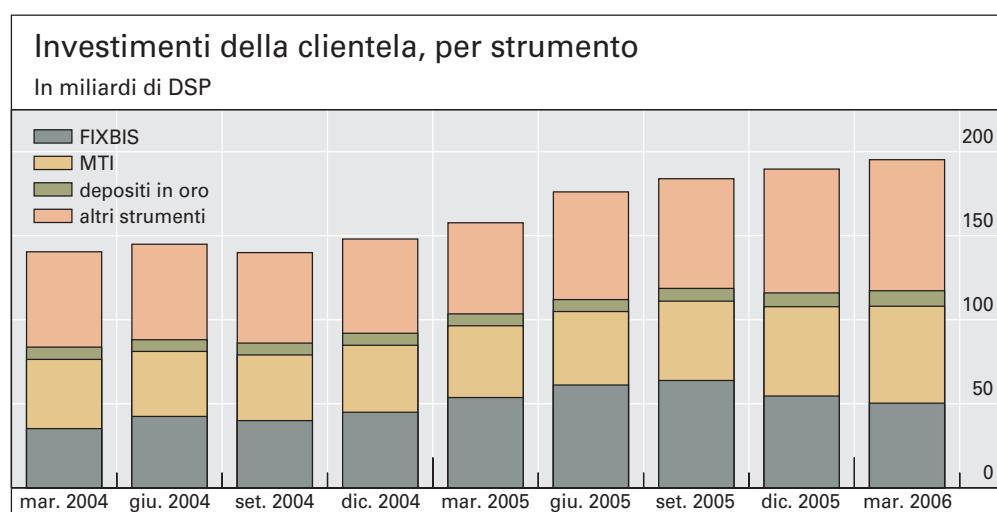
I servizi finanziari della BRI sono erogati attraverso due sale di contrattazione collegate, una presso la sua sede di Basilea e l'altra presso l'Ufficio asiatico a Hong Kong SAR.

Operazioni del Dipartimento bancario nel 2005/06

Il bilancio della BRI ha continuato a espandersi nel 2005/06, raggiungendo al 31 marzo 2006 l'ammontare record di fine esercizio di DSP 220,1 miliardi, con un incremento annuo di DSP 39,6 miliardi, pari al 22%. Di questo incremento, DSP 2,7 miliardi sono attribuibili a variazioni di cambio, in particolare all'apprezzamento del dollaro USA nei confronti del DSP, mentre DSP 3,7 miliardi sono dovuti al rincaro dell'oro.

Passivo

Le dimensioni del bilancio della Banca riflettono principalmente gli investimenti della clientela, che rappresentano la parte preponderante delle passività totali. Al 31 marzo 2006 (escludendo le operazioni pronti contro termine) essi ammontavano a DSP 195,2 miliardi, contro i DSP 157,7 miliardi di un anno prima.



Il 95% circa degli investimenti della clientela è denominato in valute e la parte restante in oro. Rispetto allo scorso esercizio i depositi in valuta sono saliti da DSP 150,6 a 186,0 miliardi, pari a pressoché il 6% del totale delle riserve valutarie mondiali. La quota di fondi denominati in dollari USA è stata del 65%, contro il 20% dei fondi in euro. L'incremento dei depositi in oro, da DSP 7,1 a 9,2 miliardi, è principalmente dovuto a effetti di valutazione, ossia a un più elevato prezzo del metallo.

L'espansione dei collocamenti della clientela ha riguardato soprattutto i depositi a scadenza fissa e gli MTI. Le sottoscrizioni di MTI sono cresciute del 35%, facendo di questo strumento il più richiesto della BRI. L'aumento superiore al 40% dei depositi a scadenza fissa è andato in parte a scapito dei FIXBIS, uno strumento più liquido, ma con rendimento minore.

Una scomposizione geografica dei collocamenti dei depositi in valute presso la BRI indica uno spostamento dalla clientela asiatica a quella residente in altre aree del mondo, specie in Europa.

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 165 tonnellate di oro fino, dopo averne cedute 15 nel corso dell'ultimo esercizio finanziario. L'esposizione al rischio di credito è gestita in maniera molto prudente: al 31 marzo 2006 oltre il 99,7% degli attivi presentava un rating pari o superiore ad A- (Nota 4E relativa ai conti).

Le attività sotto forma di depositi in valute e titoli, comprese le operazioni pronti contro termine, ammontavano a complessivi DSP 199,2 miliardi, in crescita rispetto ai DSP 165,4 miliardi al termine dell'esercizio precedente. Le disponibilità addizionali sono state investite principalmente in buoni del Tesoro, depositi vincolati presso banche e titoli di debito emessi da banche commerciali.

La Banca impiega vari strumenti derivati al fine di gestire le proprie attività e passività in maniera efficiente (Nota 9 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 nel 2005 l'Amministrazione federale dei titoli di debito (Bundeswertpapierverwaltung, BWV) ha disposto il pagamento di un importo di circa €4,9 milioni a titolo di rimborso e di interessi. I valori di rimborso e altri dettagli sono stati pubblicati dalla BWV nella Gazzetta federale (*Bundesanzeiger*).

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

Nel quadro degli accordi sul debito estero dell'ottobre 2005 tra la Repubblica federale della Nigeria e i 15 paesi creditori del Club di Parigi, la BRI ha sottoscritto il 31 ottobre 2005 un accordo di custodia con la banca centrale nigeriana per la detenzione e la consegna dei fondi a ciascun paese creditore una volta conclusi gli accordi bilaterali di ristrutturazione del debito con la Nigeria.

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. Nel 2005/06 i contratti di pegno in vigore riguardavano 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).

Aspetti istituzionali e amministrativi

Modifiche dell'assetto di governance della BRI

Nel 2004 la BRI ha avviato un riesame della propria struttura organizzativa per determinare la conformità con gli attuali principi di sano governo societario, tenuto debitamente conto delle caratteristiche specifiche della Banca in quanto organizzazione internazionale (75^a *Relazione annuale* del giugno 2005).

La valutazione è stata condotta da tre dei maggiori esperti indipendenti di governo societario: il Professor Klaus J. Hopt, Direttore del Max Planck Institute for Foreign Private and Private International Law di Amburgo, il Professor Reinier H. Kraakman, Harvard Law School, e il Professor Jean-Victor Louis, già Consigliere generale della Banque nationale de Belgique e Professore emerito presso l'Université Libre de Bruxelles.

Gli esperti hanno sottoposto il rapporto finale al Consiglio di amministrazione della BRI nel novembre 2004. Il documento, disponibile sul sito internet della Banca, individua alcune possibilità di miglioramento dello Statuto della Banca e delle modalità di *governance*. È stato quindi istituito un comitato composto da alcuni membri del Consiglio al fine di esaminare le questioni sollevate nel rapporto e di formulare proposte d'azione. Il comitato ha raccomandato una serie di emendamenti allo Statuto della BRI miranti a migliorare il governo societario della Banca e ad accrescerne la trasparenza. Tali emendamenti sono stati approvati dal Consiglio e adottati in occasione dell'Assemblea generale straordinaria del 27 giugno 2005.

Amministrazione della Banca

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 della BRI stabilisce gli indirizzi operativi di massima e il quadro di riferimento finanziario. In questa cornice, le aree di attività specificano i propri piani e il corrispondente fabbisogno di risorse. Attraverso il raffronto tra piani operativi, 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, nonché a immobili, arredi e attrezzature della Banca. Le spese in conto capitale riguardano principalmente le spese relative a informatica e immobili, e possono 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 2005/06 le spese di amministrazione, prima degli ammortamenti, sono ammontate a 223,6 milioni di franchi svizzeri, importo inferiore dell'1,2% ai 226,3 milioni di franchi preventivati¹, mentre la spesa in conto capitale, pari a 23,8 milioni di franchi svizzeri, è risultata inferiore di 3,2 milioni al budget. Relativamente alle spese di amministrazione, la flessione delle spese è principalmente dovuta alla riduzione iniziale dell'organico seguita alla revisione dell'attività della Banca (si veda oltre), che ha comportato un calo dei costi per la Direzione e il personale. Per quanto concerne gli esborsi in conto capitale, i capitoli di spesa che hanno inciso maggiormente sono quelli relativi al potenziamento dei sistemi di sicurezza delle persone e dei locali.

La differenza fra spesa effettiva e spesa preventivata nel 2005/06 è stata la più bassa degli ultimi anni, grazie agli ulteriori progressi nella gestione budgetaria riconducibili a un maggior rigore nella formulazione dei piani di spesa e al miglioramento del monitoraggio trimestrale degli obiettivi nelle varie aree operative introdotto nel 2004/05. Inoltre, durante l'anno la Direzione ha compiuto una disamina approfondita dell'operatività della Banca che ha permesso di individuare ambiti in cui erano realizzabili guadagni di efficienza e risparmi di posizioni.

¹ La contabilità budgetaria della Banca avviene su una base di cassa e non considera taluni aggiustamenti di contabilità finanziaria, principalmente relativi agli obblighi a fronte delle prestazioni successive al rapporto di lavoro, che tengono conto degli sviluppi attuariali e dei mercati finanziari. Questi fattori addizionali sono considerati sotto la voce "Costi operativi" nel Conto profitti e perdite (si veda la sezione "Utile netto e sua ripartizione").

Le spese di amministrazione e in conto capitale riflettono altresì le priorità definite nel budget per il 2005/06, tra cui figurano il rafforzamento della gestione del rischio della banca, quello delle funzioni di audit interno e di controllo di conformità, nonché l'ulteriore miglioramento dei dispositivi di sicurezza.

Nel marzo 2006 il Consiglio ha approvato un aumento del 2,5%, a 232,0 milioni di franchi svizzeri, del budget amministrativo per l'esercizio finanziario 2006/07. Quanto alle spese in conto capitale, è prevista una riduzione di 1,1 milioni di franchi svizzeri, a 25,9 milioni. Il bilancio preventivo per il 2006/07 è basato sui principali obiettivi della Banca per il prossimo esercizio, ossia:

- espansione dei servizi della BRI per intensificare i rapporti con gli azionisti nell'area Asia-Pacifico. Questa iniziativa comprende un programma di ricerca triennale su questioni relative ai settori monetario e finanziario in Asia e un ulteriore potenziamento dei servizi bancari nella zona oraria asiatica;
- attuazione delle raccomandazioni conseguenti alla disamina dell'operatività della Banca nel corso del 2005/06. La prima fase comporterà una riduzione delle posizioni amministrative a Basilea, fornendo così maggiore spazio di manovra per portare avanti le iniziative per l'Asia nel rispetto di un rigoroso piano di spesa;
- ulteriore ristrutturazione delle sale di riunione nell'edificio della Torre a Basilea e dei locali del circolo sportivo.

Politica retributiva

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 di mercato al proprio sistema retributivo, la BRI si orienta sulle classi stipendiali della fascia superiore per attirare personale altamente qualificato.

Negli anni in cui non viene effettuato un completo riesame delle retribuzioni, la struttura degli stipendi è adeguata in funzione del tasso di inflazione in Svizzera e dell'aumento medio dei salari reali nel settore delle imprese dei principali paesi industriali. L'adeguamento applicato nel luglio 2005 è stato dell'1,2%. Gli aggiustamenti degli stipendi dei singoli dipendenti all'interno di ciascuna fascia della struttura retributiva sono basati sul merito, accertato mediante valutazione periodica delle prestazioni.

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 18% della retribuzione annua e comunque non supera un determinato massimale. Ai dipendenti espatriati spetta anche un'indennità di istruzione per i figli

a carico². Inoltre, per il tramite della Banca i dipendenti hanno 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 1º luglio 2005 la remunerazione annua dei membri dell'alta Direzione, al netto dell'indennità di espatrio, si basava sui seguenti livelli:

- | | |
|-------------------------|--------------------------|
| • Direttore generale | 718 370 franchi svizzeri |
| • Condirettore generale | 607 850 franchi svizzeri |
| • Capi di Dipartimento | 552 590 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. L'ultimo aggiustamento risale al 1º luglio 2005 e ha portato la remunerazione annua complessiva del Consiglio di amministrazione a 895 800 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 824 160 franchi svizzeri.

Utile netto e sua ripartizione

Utile netto

L'utile netto per il 76º esercizio finanziario ammonta a DSP 599,2 milioni, rispetto all'importo equivalente di DSP 370,9 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 2005/06 sono ammontati a DSP 573,4 milioni, contro DSP 458,4 milioni dell'esercizio precedente. All'origine di questa evoluzione vi sono in particolare tre fattori:

- gli afflussi derivanti dalle sottoscrizioni di azioni e gli utili non reinvestiti sono andati ad accrescere la componente del capitale della Banca denominata in valuta, generando in conseguenza proventi da interessi addizionali sul portafoglio di investimento della Banca. Tali proventi hanno beneficiato anche dei più alti tassi di mercato;
- il reddito netto dell'attività di raccolta dei depositi è aumentato grazie al forte afflusso di depositi della clientela. I margini di intermediazione sono rimasti pressoché invariati rispetto al 2004/05;
- in entrambi gli esercizi finanziari si sono registrate perdite di cambio. Tuttavia, la perdita di DSP 25,2 milioni nel 2005/06 è risultata inferiore di

² 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.

DSP 9,3 milioni a quella dell'esercizio precedente. Essa è principalmente attribuibile all'impatto del rincaro dell'oro sul valore di mercato dei contratti di vendita a termine di attività in oro³.

Costi operativi

I costi operativi (Nota 28 relativa ai conti) sono ammontati a DSP 146,9 milioni, con un aumento dell'1,3% rispetto ai DSP 145,0 milioni dell'anno precedente. Le spese di amministrazione esclusi gli ammortamenti erano pari a DSP 133,6 milioni, in rialzo del 3,3% dai DSP 129,3 milioni dell'esercizio precedente. Gli oneri di ammortamento sono diminuiti da DSP 15,7 a 13,3 milioni.

Utile operativo e altri profitti

L'utile operativo della Banca, che riflette i guadagni derivanti dalla sua attività corrente, è ammontato a DSP 426,5 milioni, in rialzo del 36,1% rispetto ai DSP 313,4 milioni registrati nel 2004/05.

Un guadagno netto di DSP 58,2 milioni è stato realizzato con la vendita di titoli del portafoglio di investimento nel corso dell'esercizio. Ciò è derivato dal riallineamento del portafoglio della Banca al *benchmark* sottostante, effettuato mediante la cessione di titoli acquistati in un'epoca in cui i tassi di interesse erano più elevati.

La plusvalenza di DSP 114,5 milioni realizzata sulla vendita di attività auree nel portafoglio di investimento durante il 2005/06 deriva dalla cessione di 15 delle 180 tonnellate di oro complessivamente detenute dalla Banca al 31 marzo 2005.

Revisione della politica dei dividendi della Banca

Durante l'anno in rassegna il Consiglio di amministrazione ha riesaminato la politica dei dividendi della BRI, tenendo conto delle esigenze patrimoniali della Banca e dell'aspettativa dei suoi azionisti di ottenere una remunerazione equa e duratura. Dopo aver valutato le prospettive reddituali della Banca, il Consiglio di amministrazione ha concluso che l'attuale politica di aumentare il dividendo di DSP 10 ogni anno è sostanzialmente compatibile con tali esigenze. È stato pertanto deciso di incrementare il dividendo da DSP 235 per azione nel 2004/05 a DSP 245 nel 2005/06.

Il Consiglio ha altresì stabilito di riesaminare la politica dei dividendi ogni due-tre anni, tenendo conto, ove necessario, delle mutate circostanze.

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 2005/06, pari a DSP 599,2 milioni, nel modo seguente:

³ Le perdite di DSP 34,5 milioni nel 2004/05 erano ascrivibili all'apprezzamento del franco svizzero sul DSP durante il 2004, data l'eccedenza delle passività rispetto alle attività in franchi svizzeri esistente prima che le azioni riacquistate delle emissioni belga e francese fossero cedute alle rispettive banche centrali nell'autunno 2004.

- un importo di DSP 132,4 milioni per il pagamento di un dividendo di DSP 245 per azione;
- un importo di DSP 46,7 milioni al Fondo di riserva generale⁴;
- un importo di DSP 6,0 milioni al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
- un importo di DSP 414,1 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.

Ove approvato, il dividendo sarà versato il 3 luglio 2006 secondo le istruzioni di ognuno degli azionisti in una qualsiasi delle valute costituenti il DSP, oppure in franchi svizzeri, agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 31 marzo 2006. Il dividendo unitario di DSP 245 proposto per l'esercizio 2005/06 rappresenta un incremento del 4,3% rispetto al dividendo dell'esercizio precedente.

Il dividendo sarà corrisposto per intero su 510 192 azioni, mentre per le 35 933 azioni proprie dell'emissione americana redistribuite il 31 maggio 2005 esso sarà corrisposto *pro rata* a partire da quella data. Il numero delle azioni emesse e liberate è di 547 125. Di queste, 1 000 rappresentano azioni proprie in portafoglio al 31 marzo 2006, ossia le azioni sospese dell'emissione albanese. Nessun dividendo sarà pagato su tali azioni proprie.

Relazione dei Revisori dei conti

I conti della Banca sono stati debitamente certificati da Deloitte AG. I Revisori hanno confermato che i conti forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della BRI al 31 marzo 2006, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data. La relazione dei Revisori è riportata in calce ai conti.

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.

Consiglio di amministrazione

Jean-Pierre Roth, Zurigo
Presidente del Consiglio di amministrazione

Hans Tietmeyer, Francoforte sul Meno
Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Ben S. Bernanke, Washington
Pierluigi Ciocca, Roma
David Dodge, Ottawa
Mario Draghi, Roma
Toshihiko Fukui, Tokyo
Timothy F. Geithner, New York
Lord George, Londra
Stefan Ingves, Stoccolma
Mervyn King, Londra
Jean-Pierre Landau, Parigi
Christian Noyer, Parigi
Guy Quaden, Bruxelles
Alfons Vicomte Verplaetse, Bruxelles
Axel A. Weber, Francoforte sul Meno
Nout H.E.M. Wellink, Amsterdam

Sostituti

Giovanni Carosio o Ignazio Visco, Roma
Karen H. Johnson, Washington
Peter Praet o Jan Smets, Bruxelles
Wolfgang Mörke, 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
Hervé Hannoun	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
Daniel Lefort	Consigliere giuridico
Már Guðmundsson	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

In occasione dell'Assemblea generale straordinaria del 27 giugno 2005 è stato deciso di abolire la carica di Presidente della BRI. Nout Wellink, Presidente di De Nederlandsche Bank, che era stato rieletto alle cariche di Presidente del Consiglio di amministrazione e Presidente della Banca con decorrenza dal 1º marzo 2005, ha continuato a svolgere il suo incarico di Presidente del Consiglio di amministrazione fino al 28 febbraio 2006. Nella seduta del gennaio 2006, il Consiglio di amministrazione ha eletto Jean-Pierre Roth, Presidente della Direzione generale della Banca nazionale svizzera, alla carica di Presidente del Consiglio di amministrazione per un periodo di tre anni con inizio il 1º marzo 2006.

Il 7 novembre 2005 si è concluso il mandato di Vincenzo Desario, Direttore generale della Banca d'Italia, quale membro del Consiglio di amministrazione. In seguito alle dimissioni di Antonio Fazio dalla carica di Governatore della Banca d'Italia il 19 dicembre 2005, e in attesa dell'inizio del mandato del nuovo Governatore, Vincenzo Desario ha assunto il ruolo di Governatore *ad interim* della Banca d'Italia diventando membro di diritto del Consiglio della BRI dal 20 dicembre 2005 al 15 gennaio 2006. Con lettera del 23 dicembre 2005, Vincenzo Desario ha nominato Pierluigi Ciocca, Vice Direttore generale della Banca d'Italia, a succedergli nella carica di Consigliere per un periodo di tre anni, che si concluderà il 22 dicembre 2008. Il 16 gennaio 2006 Mario Draghi è stato nominato Governatore della Banca d'Italia, divenendo membro di diritto del Consiglio di amministrazione.

A fine dicembre 2005 Lars Heikensten ha rassegnato le dimissioni dalla carica di Governatore della Sveriges Riksbank, lasciando quindi vacante il suo seggio nel Consiglio. Nella seduta del novembre 2005 il Consiglio ha eletto Stefan Ingves, successore di Lars Heikensten alla Sveriges Riksbank, quale membro del Consiglio dal 1° gennaio 2006 per la restante durata del mandato di Lars Heikensten, ossia fino al 31 marzo 2008. In occasione della stessa seduta, Axel Weber, Presidente della Deutsche Bundesbank, ha riconfermato Hans Tietmeyer nella carica di membro del Consiglio di amministrazione per un ulteriore periodo di tre anni che si concluderà il 31 dicembre 2008, e il Consiglio ha rieletto Hans Tietmeyer alla carica di Vice Presidente del Consiglio di amministrazione con decorrenza dal 1° gennaio 2006 sino alla conclusione del suo mandato in qualità di Consigliere.

Il 1° febbraio 2006 Ben S. Bernanke è succeduto ad Alan Greenspan alla carica di Presidente del Board of Governors del Federal Reserve System, divenendo membro di diritto del Consiglio. Con decorrenza dal 1° marzo 2006 Guy Quaden, Governatore della Banque nationale de Belgique ha riconfermato Alfons Verplaetse nella carica di Consigliere per un periodo di tre anni, fino al 28 febbraio 2009.

Il 31 dicembre 2005 Hervé Hannoun ha lasciato la carica di primo Vice Governatore della Banque de France e quindi il suo seggio in Consiglio. Il 27 aprile 2006, Christian Noyer, Governatore della Banque de France, ha nominato Jean-Pierre Landau alla carica di Consigliere in sostituzione di Hervé Hannoun per la restante durata del mandato di quest'ultimo in qualità di membro del Consiglio, ossia fino al 27 novembre 2006.

Axel Weber, Presidente della Deutsche Bundesbank, ha nominato Wolfgang Mörke alla carica di suo secondo Sostituto con decorrenza dal luglio 2005, per succedere a Stefan Schönberg. Mario Draghi, Governatore della Banca d'Italia, ha nominato Giovanni Carosio e Ignazio Visco alla carica rispettivamente di primo e secondo Sostituto dal gennaio 2006.

Per quanto concerne i Dirigenti della Banca, a seguito del collocamento a riposo di André Icard, Hervé Hannoun è stato nominato Condirettore generale della BRI con decorrenza dal 1° gennaio 2006. Dopo il collocamento a riposo di Mario Giovanoli, Daniel Lefort è stato nominato alla carica di Consigliere giuridico dal 1° gennaio 2006.

È con sentito cordoglio che la Banca è venuta a conoscenza della scomparsa di Antonino Occhiuto, Direttore generale onorario della Banca d'Italia, il 27 giugno 2005. Antonino Occhiuto aveva ricoperto la carica di Consigliere designato tra il 1975 e il 1980.

Il Consiglio ha appreso con profondo rammarico la notizia della scomparsa il 31 luglio 2005 di Wim Duisenberg, che era stato Consigliere tra il 1982 e il 1997. Durante il suo mandato aveva ricoperto a due riprese, dal 1988 al 1990 e dal 1994 al 1997, le cariche di Presidente della Banca e Presidente del Consiglio di amministrazione.

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, Brasilia	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, Seoul	Ceská národní banka, Praga
Hrvatska narodna banka, Zagabria	Národná Banka Slovenska, Bratislava
Danmarks Nationalbank, Copenaghen	Banca Natională a României, Bucarest
Eesti Pank, Tallinn	Central Bank of the Russian Federation, Mosca
Bangko Sentral ng Pilipinas, Manila	Monetary Authority of Singapore, Singapore
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 Bankası, 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 2006

Le situazioni dei conti per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2006 riportate alle pagine 206-240 sono state approvate l'8 maggio 2006. 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 26 giugno 2006 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.

Jean-Pierre Roth
Presidente

Malcolm D. Knight
Direttore generale

Situazione patrimoniale

al 31 marzo 2006

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2006	2005
Attivo			
Cassa e conti a vista presso banche	5	33,0	25,8
Oro e depositi in oro	6	11 348,0	8 617,0
Buoni del Tesoro	7	47 311,9	31 307,4
Titoli acquistati pronti contro termine	7	19 519,2	14 034,3
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	8	87 898,5	80 316,5
Titoli di Stato e altri titoli	7	44 436,4	39 779,6
Strumenti finanziari derivati	9	1 956,0	2 188,0
Partite in corso di ricezione	10	7 444,7	4 028,6
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	11	188,4	189,2
Totale attivo		220 136,1	180 486,4
Passivo			
Depositi in valuta	12	185 991,5	150 618,8
Depositi in oro	13	9 235,6	7 110,8
Titoli ceduti pronti contro termine	14	1 222,4	1 159,4
Strumenti finanziari derivati	9	2 674,9	3 440,6
Partite in corso di pagamento	15	9 251,3	7 752,2
Altre passività	16	169,4	151,3
Totale passivo		208 545,1	170 233,1
Capitale			
Azioni	17	683,9	683,9
Riserve statutarie	18	9 071,7	8 743,2
Conto profitti e perdite		599,2	370,9
Meno: azioni proprie	20	(1,7)	(396,2)
Altri conti di capitale	21	1 237,9	851,5
Totale capitale		11 591,0	10 253,3
Totale passivo e capitale		220 136,1	180 486,4

Conto profitti e perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2006

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2006	2005
Reddito da interessi	23	6 239,1	4 058,8
Oneri da interessi	24	(5 569,1)	(3 384,1)
Rettifiche nette di valutazione	25	(74,1)	(183,1)
Reddito netto da interessi		595,9	491,6
Reddito netto da commissioni e provvigioni	26	2,7	1,3
Minusvalenze valutarie nette	27	(25,2)	(34,5)
Totale ricavi operativi		573,4	458,4
Costi operativi	28	(146,9)	(145,0)
Utile operativo		426,5	313,4
Plusvalenze nette su vendite di titoli del portafoglio di investimento	29	58,2	7,0
Plusvalenze nette su vendite di disponibilità in oro del portafoglio di investimento	30	114,5	50,5
Utile netto dell'esercizio finanziario		599,2	370,9
Utile base e utile diluito per azione (in DSP per azione)	31	1 108,5	762,1

Rendiconto finanziario

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2006

<i>In milioni di DSP</i>	<i>Note</i>	2006	2005
Flussi finanziari generati da/(utilizzati in) attività operative			
Utile operativo		426,5	313,4
Poste di altra natura incluse nell'utile operativo			
Ammortamento di terreni, immobili, arredi e attrezzature	11	13,3	15,7
Variazione netta nelle attività e passività operative			
Depositi in valuta		31 732,0	15 329,4
Attività in valuta del portafoglio bancario		(30 719,4)	(16 371,2)
Depositi passivi in oro		2 124,8	(182,7)
Disponibilità in oro e depositi attivi bancari in oro		(2 118,0)	322,6
Partite in corso di ricezione		0,3	1,3
Altre passività/partite in corso di pagamento		19,6	17,5
Strumenti finanziari derivati netti		(533,7)	234,0
Flussi finanziari netti generati da/(utilizzati in) attività operative		945,4	(320,0)
Flussi finanziari generati da/(utilizzati in) attività di investimento			
Variazione netta nelle attività in valuta del portafoglio di investimento	7B	(1 676,9)	207,2
Titoli ceduti pronti contro termine		63,0	(65,9)
Variazione netta nelle disponibilità in oro del portafoglio di investimento	6B	187,9	110,7
Acquisti netti di terreni, immobili, arredi e attrezzature	11	(12,6)	(14,9)
Flussi finanziari netti generati da/(utilizzati in) attività di investimento		(1 438,6)	237,1
Flussi finanziari generati da/(utilizzati in) attività di finanziamento			
Dividendi versati		(114,4)	(104,0)
Redistribuzione di azioni proprie	20	468,2	536,7
Azioni riacquistate nel 2001 – versamenti agli ex azionisti	16	(1,5)	(10,6)
Flussi finanziari netti generati da/(utilizzati in) attività di finanziamento		352,3	422,1
Totale flussi finanziari netti		(140,9)	339,2
Effetto netto delle oscillazioni di cambio su cassa ed equivalenti di cassa		108,0	(10,1)
Movimenti netti di cassa ed equivalenti di cassa		(248,9)	349,3
Aumento/(calo) netto di cassa ed equivalenti di cassa		(140,9)	339,2
Cassa ed equivalenti di cassa, saldo di inizio esercizio	32	3 005,5	2 666,3
Cassa ed equivalenti di cassa, saldo di fine esercizio	32	2 864,6	3 005,5

Ripartizione degli utili

proposta per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2006

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2006
Utile netto per l'esercizio finanziario		599,2
Trasferimento al Fondo di riserva legale	18	–
Dividendo proposto:		
DSP 245 per azione su 510 192 azioni		(125,0)
su 35 933 azioni proprie redistribuite (<i>pro rata temporis</i> in base alla data di valuta della sottoscrizione)	17	(7,4)
		(132,4)
Trasferimenti proposti agli altri fondi di riserva:		466,8
Fondo di riserva generale	18	(46,7)
Fondo speciale di riserva per i dividendi	18	(6,0)
Fondo di riserva libero	18	(414,1)
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 2006

<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	2006
Situazione al 31 marzo 2005		68,3	2 815,4	130,0	5 729,5	8 743,2
Ripartizione dell'utile 2004/05	18	–	25,7	6,0	224,8	256,5
Redistribuzione di azioni proprie	20	–	72,0	–	–	72,0
Situazione come da bilancio al 31 marzo 2006 prima della ripartizione degli utili proposta		68,3	2 913,1	136,0	5 954,3	9 071,7
Trasferimenti proposti ai fondi di riserva	18	–	46,7	6,0	414,1	466,8
Situazione al 31 marzo 2006 dopo la ripartizione degli utili proposta		68,3	2 959,8	142,0	6 368,4	9 538,5

Evoluzione del capitale della Banca

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2006

<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 2004		683,9	8 230,8	536,1	(852,6)	1 011,8	9 610,0
Reddito:							
Utile netto 2004/05		–	–	370,9	–	–	370,9
Rettifiche nette di valutazione su disponibilità in oro del portafoglio di investimento	21B	–	–	–	–	(74,0)	(74,0)
Rettifiche nette di valutazione su titoli del portafoglio di investimento	21A	–	–	–	–	(86,3)	(86,3)
Totale reddito contabilizzato		–	–	370,9	–	(160,3)	210,6
Pagamento del dividendo 2003/04		–	–	(104,0)	–	–	(104,0)
Ripartizione dell'utile 2003/04		–	432,1	(432,1)	–	–	–
Redistribuzione di azioni proprie	20	–	80,3	–	456,4	–	536,7
Situazione al 31 marzo 2005		683,9	8 743,2	370,9	(396,2)	851,5	10 253,3
Reddito:							
Utile netto 2005/06		–	–	599,2	–	–	599,2
Rettifiche nette di valutazione su disponibilità in oro del portafoglio di investimento	21B	–	–	–	–	582,9	582,9
Rettifiche nette di valutazione su titoli del portafoglio di investimento	21A	–	–	–	–	(196,5)	(196,5)
Totale reddito contabilizzato		–	–	599,2	–	386,4	985,6
Pagamento del dividendo 2004/05		–	–	(114,4)	–	–	(114,4)
Ripartizione dell'utile 2004/05		–	256,5	(256,5)	–	–	–
Redistribuzione di azioni proprie	20	–	72,0	–	396,2	–	468,2
Riclassificazione di un prestito a un consorzio di banche centrali	20	–	–	–	(1,7)	–	(1,7)
Situazione come da bilancio al 31 marzo 2006 prima della ripartizione degli utili proposta		683,9	9 071,7	599,2	(1,7)	1 237,9	11 591,0
Dividendo proposto		–	–	(132,4)	–	–	(132,4)
Trasferimenti proposti ai fondi di riserva		–	466,8	(466,8)	–	–	–
Situazione al 31 marzo 2006 dopo la ripartizione degli utili proposta		683,9	9 538,5	–	(1,7)	1 237,9	11 458,6

Al 31 marzo 2006 le riserve statutarie comprendevano sovrapprezz di emissione per DSP 811,7 milioni (2005: 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 55 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 contabili comprendono la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, in conformità dell'Articolo 49 dello Statuto della Banca.

2. Criteri contabili rilevanti

Salvo diversa indicazione, i criteri contabili di seguito esposti si applicano a entrambi gli esercizi finanziari considerati.

A. Campo di applicazione dei conti

Nelle presenti situazioni contabili sono riportate tutte le attività e le passività rientranti sotto il controllo della BRI, e i cui benefici economici, nonché i connessi diritti e obblighi, spettano prevalentemente alla Banca.

Esse non comprendono le poste attive e passive che, seppure iscritte a nome della Banca, restano al di fuori del suo controllo. Informazioni sulle attività e le passività fuori bilancio sono contenute alla Nota 35.

B. Classificazione degli strumenti finanziari

In sede di contabilizzazione iniziale, ciascuno strumento finanziario viene assegnato a una delle seguenti categorie in base alla sua natura e finalità:

- finanziamenti e crediti
- attività/passività finanziarie al valore equo (*fair value*) rilevato a conto economico
- attività finanziarie disponibili per la vendita

La classificazione dello strumento finanziario determina i criteri contabili da applicarsi, descritti più avanti.

La Banca provvederà a non modificare la classificazione degli strumenti finanziari ricompresi tra le attività/passività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico.

C. Valuta funzionale e di presentazione

La Banca adotta come valuta funzionale e di presentazione 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 30 dicembre 2005 con decorrenza dal 1° gennaio 2006. Secondo il calcolo attuale, un DSP equivale alla somma di USD 0,632, EUR 0,410, JPY 18,4 e GBP 0,0903. Anteriormente al 1° gennaio 2006 il DSP equivaleva alla somma di USD 0,577, EUR 0,426, JPY 21 e GBP 0,0984. La composizione del paniere è stata modificata in maniera tale per cui il valore del DSP al 31 dicembre 2005 restasse identico in base al vecchio e al nuovo paniere, e che le diverse ponderazioni valutarie non producessero plus/minusvalenze significative. La composizione del paniere valutario è soggetta a revisione quinquennale da parte dell'FMI. La prossima revisione è prevista per dicembre 2010.

Tutti gli importi delle presenti situazioni contabili sono espressi in milioni di DSP, se non altrimenti indicato.

D. Conversioni valutarie

Le attività e passività monetarie vengono convertite 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 delle attività e delle passività monetarie e dal regolamento delle transazioni vengono contabilizzate nel Conto profitti e perdite come plus/minusvalenze valutarie nette.

E. Attività e passività monetarie a brevissimo termine

Le attività monetarie a brevissimo termine comprendono le disponibilità liquide e i conti a vista presso banche, nonché i conti a richiesta e con termine di preavviso (contabilizzati alla voce "Depositi vincolati e anticipazioni a banche" della situazione patrimoniale). Le passività a brevissimo termine comprendono i depositi a vista e con termine di preavviso (contabilizzati in bilancio alla voce "Depositi in valuta"). Questi strumenti finanziari prevedono di solito un termine di preavviso pari o inferiore a tre giorni e sono classificati tra i finanziamenti e crediti.

Essi vengono computati in bilancio alla data di regolamento, al valore nominale più gli interessi maturati. Questi ultimi vengono contabilizzati nel reddito da interessi (per le attività) o negli oneri da interessi (per le passività) su una base di competenza.

F. Oro e depositi in oro

Confluisce in questa posta l'oro in barre detenuto su conti a vista. I depositi attivi includono i prestiti in oro a scadenza fissa concessi a banche commerciali, mentre quelli passivi consistono in depositi di oro a vista e a scadenza fissa effettuati da banche centrali. L'oro e i depositi in oro sono classificati tra i finanziamenti e crediti.

L'oro e i depositi in oro sono iscritti 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.

I depositi attivi e passivi in oro sono iscritti in bilancio alla data di negoziazione. Gli acquisti e le vendite di oro sono contabilizzati in base alla data di regolamento. Acquisti e vendite di oro a termine sono considerati alla stregua di strumenti derivati fino al giorno del regolamento.

Gli interessi sui depositi in oro vengono contabilizzati nel reddito da interessi (per le attività) o negli oneri da interessi (per le passività) su una base di competenza. Il trattamento delle plus/minusvalenze da rivalutazione realizzate e non realizzate dipende dalla classificazione assegnata al deposito in oro, come descritto di seguito.

1. Depositi passivi in oro e connesse attività in oro del portafoglio bancario

La Banca effettua operazioni in oro per conto della clientela di banche centrali, assumendo un limitato rischio di variazione di prezzo. Tali operazioni sono classificate tra i finanziamenti e crediti. Le plus/minusvalenze derivanti da queste operazioni in oro vengono imputate al Conto profitti e perdite, alla voce "Plus/minusvalenze valutarie nette" alla stregua di rettifiche nette da transazioni.

Le plus/minusvalenze derivanti dalla riconversione della posizione netta in oro del portafoglio bancario vengono parimenti imputate al Conto profitti e perdite alla voce "Plus/minusvalenze valutarie nette", alla stregua di rettifiche nette da conversioni.

2. Attività in oro del portafoglio di investimento

Le disponibilità in oro di proprietà della Banca sono classificate tra le attività finanziarie disponibili per la vendita. Le plus/minusvalenze non realizzate sulle attività in oro del portafoglio di investimento della Banca rispetto al loro costo vengono imputate al conto rivalutazione oro, iscritto nel patrimonio del bilancio alla voce "Altri conti di capitale".

Per le attività in oro del portafoglio di investimento detenute al 31 marzo 2003 (data in cui la BRI ha modificato la valuta funzionale e di presentazione dal franco oro al DSP) il costo stimato si aggira intorno ai 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 realizzate su cessioni di attività in oro nel portafoglio di investimento sono imputate al Conto profitti e perdite, alla voce "Plus/minusvalenze nette su vendite di disponibilità in oro del portafoglio di investimento".

G. Attività in valuta del portafoglio di investimento

Le attività in valuta del portafoglio di investimento includono titoli acquistati pronti contro termine, titoli di Stato e altri titoli. Esse sono detenute a lungo termine, ma non necessariamente fino a scadenza e sono classificate fra le attività disponibili per la vendita.

Queste attività sono inizialmente computate a bilancio alla data di negoziazione e al valore di costo. Gli interessi successivamente maturati, l'ammortamento dei premi corrisposti e gli sconti ricevuti sono ricompresi fra i redditi da interessi.

Dopo la data contabile, tali attività sono rivalutate al valore equo (*fair value*), e le relative plus/minusvalenze non realizzate imputate al conto rivalutazione titoli, iscritto nel patrimonio del bilancio alla voce "Altri conti di capitale". I profitti realizzati sulle cessioni sono contabilizzati nel Conto profitti e perdite, alla voce "Plusvalenze nette su vendite di titoli del portafoglio di investimento".

H. Titoli ceduti pronti contro termine

Quando tali poste sono collegate alla gestione delle attività in valuta del portafoglio bancario, esse vengono classificate tra le passività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico. Qualora siano invece collegate alla gestione delle attività in valuta del portafoglio di investimento, sono classificate tra i finanziamenti e crediti.

Esse vengono inizialmente iscritte in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi maturati sono man mano addebitati al conto "Oneri da interessi".

Dopo la data contabile le passività classificate al valore equo rilevato a conto economico vengono rivalutate al valore equo, e le relative plus/minusvalenze non realizzate imputate alla voce "Rettifiche nette di valutazione" del Conto profitti e perdite.

I. Strumenti derivati

Gli strumenti derivati sono impiegati per la gestione del rischio di mercato della Banca, ovvero a fini di negoziazione. Essi sono classificati fra le attività/passività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico.

Gli strumenti derivati sono inizialmente iscritti in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi maturati, l'ammortamento dei premi corrisposti e gli sconti ricevuti sono accreditati alla voce "Reddito da interessi".

Dopo la data contabile gli strumenti derivati vengono rivalutati al valore equo, e tutte le rettifiche di valore realizzate e non realizzate imputate alla voce "Rettifiche nette di valutazione" del Conto profitti e perdite.

I derivati sono contabilizzati fra le attività o le passività a seconda che il contratto abbia un valore equo positivo o negativo per la Banca.

J. Depositi passivi in valuta e connesse attività del portafoglio bancario

Questa tipologia di strumenti rappresenta la parte preponderante della Situazione patrimoniale della Banca e comprende buoni del Tesoro, titoli acquistati pronti contro termine, depositi vincolati e anticipazioni a banche, titoli di Stato e altri titoli e depositi in valuta.

Il trattamento contabile riservato ai depositi passivi in valuta a brevissimo termine è descritto nella precedente sezione E.

La Banca agisce come *market-maker* per taluni dei suoi depositi passivi in valuta. In conseguenza di tale attività essa può realizzare profitti o incorrere in perdite.

Conformemente alle politiche di gestione del rischio della Banca, il rischio di mercato attinente all'attività di *market-making* è gestito in base al valore equo complessivo, accorpando tutte le relative poste in bilancio e fuori bilancio del portafoglio bancario in valuta della Banca. I profitti o le perdite realizzati e non realizzati sui depositi passivi in valuta vengono pertanto ampiamente compensati dai profitti e dalle perdite realizzati e non realizzati sulle attività in valuta del portafoglio bancario, sugli strumenti derivati o sugli altri depositi passivi in valuta.

Per limitare le incongruenze contabili che deriverebbero dalla contabilizzazione dei profitti e delle perdite realizzati e non realizzati sulla base di altri criteri, la Banca classifica tutte le pertinenti attività e passività del portafoglio bancario in valuta fra le attività/passività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico.

Tutti i relativi strumenti finanziari vengono inizialmente iscritti in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi maturati, l'ammortamento dei premi corrisposti e gli sconti ricevuti vengono contabilizzati ai conti "Oneri da interessi" (per i depositi passivi in valuta) o "Reddito da interessi" (per le connesse attività del portafoglio bancario).

Dopo la data contabile gli strumenti finanziari vengono rivalutati al valore equo, e tutte le rettifiche di valore realizzate e non realizzate imputate alla voce "Rettifiche nette di valutazione" del Conto profitti e perdite.

K. Criteri di valutazione

La Banca contabilizza la quasi totalità dei suoi strumenti finanziari al valore equo, mentre le rettifiche di tale valore confluiscano in massima parte al Conto profitti e perdite. Si definisce valore equo (*fair value*) di uno strumento finanziario la somma contro la quale lo strumento può essere scambiato fra controparti consenzienti e informate, in una transazione basata sulla reciproca indipendenza (*arm's length transaction*). Dal modo in cui la Banca determina il valore equo degli strumenti finanziari dipendono importantissime decisioni che incidono sui criteri contabili da essa adottati.

Per quantificare il valore equo la BRI impiega affidabili quotazioni di mercati con elevati volumi di scambi. In assenza di siffatti mercati, o qualora non siano altrimenti disponibili quotazioni affidabili, la Banca determina il valore equo 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, nonché del profilo temporale dei rimborsi, oltre che su fattori collegati al credito, alla liquidità e alla volatilità.

Nel determinare il valore equo si rende talvolta necessario un significativo grado di discernimento; nondimeno, la Banca ritiene che gli importi contabilizzati in bilancio su tale base, nonché le relative rettifiche di valore imputate al conto economico, siano appropriati e riflettano la situazione economica sottostante.

L. Partite in corso di ricezione o 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.

M. 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.

N. 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 effettuare una stima affidabile del loro ammontare. Ai fini della determinazione dell'importo da accantonare vengono utilizzate stime e ipotesi ottimali.

O. Obbligazioni a fronte delle prestazioni successive al rapporto di lavoro

La BRI gestisce un sistema pensionistico per i dipendenti, uno per i membri del Consiglio di amministrazione e un sistema di assicurazione malattia e infortunio per il personale in servizio e in quiescenza. Per ciascuno dei tre sistemi viene effettuata, con cadenza annuale, una valutazione attuariale indipendente.

Sistema pensionistico per i dipendenti

La Banca offre al suo personale un sistema pensionistico a prestazione definita basato sull'ultimo stipendio, che si avvale di un fondo privo di personalità giuridica propria a valere sul quale vengono corrisposte le prestazioni. Le attività del fondo sono amministrate dalla Banca nel solo interesse dei beneficiari presenti e futuri del sistema. La Banca è responsabile ultima di tutte le prestazioni dovute nel quadro del sistema pensionistico.

Le passività a fronte del fondo pensione del personale sono stimate sulla base del valore attuale dell'obbligazione a prestazione definita alla data di chiusura dei conti, dedotto il valore equo 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 a prestazione definita è calcolato secondo il metodo *projected unit credit* (spettanza maturata nell'esercizio). Il suo valore attuale viene determinato dalle stime dei flussi in uscita futuri, mentre il tasso utilizzato a tal fine viene determinato dalla Banca in base al rendimento di mercato di titoli di debito societari ad alto rating denominati in franchi svizzeri e 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 passività sono incluse in bilancio alla voce "Altre passività".

Sistema pensionistico per i membri del Consiglio

La Banca gestisce per i membri del Consiglio di amministrazione un fondo pensionistico a ripartizione e a prestazione definita. La passività, l'obbligazione a prestazione definita e l'importo imputato a tale titolo al conto economico vengono calcolati con un metodo analogo a quello utilizzato per il fondo pensione dei dipendenti.

Erogazioni a titolo di malattia e infortunio

La Banca gestisce per il suo personale un fondo a ripartizione per l'erogazione di indennità postpensionamento a titolo di malattia e infortunio. La passività, l'obbligazione a fronte delle prestazioni e l'importo imputato a tale titolo nel conto economico sono calcolati con un metodo analogo a quello utilizzato per il fondo pensione dei dipendenti.

Principio del "corridoio"

I profitti e le perdite attuariali originano da correzioni apportate alla luce dell'esperienza diretta (allorché i risultati effettivi si discostano dalle ipotesi attuariali formulate in precedenza), da variazioni delle ipotesi attuariali e da modifiche al regolamento del fondo pensione. Nel caso in cui i profitti o le perdite attuariali cumulativi non riconosciuti eccedano l'obbligazione a fronte delle prestazioni 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 che ne risulta viene ammortizzata nell'arco del periodo di servizio residuo atteso dei dipendenti interessati.

P. Rendiconto finanziario

Il rendiconto finanziario della Banca è redatto utilizzando un metodo indiretto. Esso si basa sui movimenti intervenuti nel bilancio della Banca, corretti per le variazioni delle transazioni finanziarie in attesa di regolamento.

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. Utilizzo delle stime

La predisposizione dei rendiconti finanziari postula l'elaborazione da parte della Direzione della Banca di alcune stime per ottenere gli importi delle poste attive e passive di bilancio, l'informativa sulle attività e passività eventuali alla data di chiusura dei conti, nonché l'ammontare delle spese e dei ricavi contabilizzati per l'anno finanziario. Per elaborare queste stime la Direzione ricorre alle informazioni disponibili, esercita le sue capacità di giudizio, formula ipotesi.

È necessario esercitare la capacità di giudizio in fase di selezione e applicazione dei criteri contabili della Banca. Le decisioni assunte in merito alla classificazione e alla valutazione degli strumenti finanziari sono di fondamentale importanza per la comprensione delle situazioni contabili.

Le ipotesi formulate consistono essenzialmente in stime prospettiche finalizzate, ad esempio, alla valutazione di attività e passività, delle obbligazioni rivenienti dai sistemi previdenziali e assistenziali, degli accantonamenti e delle passività eventuali.

I risultati effettivi possono discostarsi in misura sensibile da tali stime.

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. L'audit interno riferisce direttamente al Direttore generale e al Condirettore generale.

Il Condirettore generale è responsabile delle funzioni di controllo dei rischi e di controllo della conformità della Banca.

Queste due funzioni riferiscono anche al Comitato di revisione del Consiglio di amministrazione.

Struttura dell'attivo e del passivo

Attività e passività sono suddivise in due portafogli distinti.

1. Un portafoglio bancario composto da depositi passivi in valute e in oro, nonché da attività e strumenti derivati a essi collegati.

Su queste poste la Banca assume limitati rischi in termini di tasso di interesse, prezzo dell'oro e oscillazioni valutarie.

2. Un portafoglio di investimento composto da attività, passività e strumenti derivati, per lo più connessi con l'investimento dei mezzi propri della Banca.

La maggior parte del capitale della Banca è investita in strumenti finanziari denominati nelle valute componenti il DSP, gestiti facendo riferimento a un indice obbligazionario con obiettivo prefissato di durata media finanziaria. La parte restante è detenuta in oro.

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

4. 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.

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 Direzione. 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 della Direzione.

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

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 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 perdite associate a singole controparti;
- probabili perdite in cui la Banca incorrerebbe 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 sezione F alla pagina seguente per una descrizione più dettagliata).

Per ciò che concerne il rischio operativo, il computo del capitale economico si fonda su un modello che tiene conto sia delle perdite operative 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 2006.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Azioni	683,9	683,9
Riserve statutarie	9 071,7	8 743,2
Meno: azioni proprie	(1,7)	(396,2)
Patrimonio di base (Tier 1)	9 753,9	9 030,9
Conto profitti e perdite	599,2	370,9
Altri conti di capitale	1 237,9	851,5
Capitale totale	11 591,0	10 253,3

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 2006 il quoziente del patrimonio di base della Banca era pari al 32,4% (2005: 35,8%).

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 massimali di esposizione al rischio di credito vengono approvati dalla Direzione della Banca nell'ambito delle linee generali stabilite 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 (OTC) tale rischio è mitigato da accordi per la costituzione di garanzie. Al 31 marzo 2005 la Banca deteneva, a garanzia delle

posizioni in derivati OTC, titoli di Stato dei paesi del G10 per un valore nominale di DSP 93,6 milioni. Al 31 marzo 2006 non figuravano in bilancio garanzie di questo tipo.

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.

Situazione al 31 marzo

Settore di rischio Quote percentuali	2006	2005
Soggetti sovrani	34,1	32,5
Istituzioni finanziarie	63,1	61,7
Altri	2,8	5,8
	100,0	100,0

Situazione al 31 marzo

Rating creditizio interno (espresso come rating equivalente a lungo termine) Quote percentuali	2006	2005
AAA	26,5	26,3
AA	54,7	57,0
A	18,5	16,1
BBB+ e inferiore (inclusi strumenti privi di rating)	0,3	0,6
	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 in base al rischio di mercato aggregato. La Direzione pone massimali al suo utilizzo, nell'ambito delle linee generali fissate dal Consiglio di amministrazione.

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 equo 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 165 tonnellate di fino (2005: 180 tonnellate). Queste sono detenute in custodia o depositate presso banche commerciali. Al 31 marzo 2006 circa il 19% del capitale della Banca era costituito da disponibilità in oro (31 marzo 2005: 16%). 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 equo 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>	2006	2005
Franco svizzero	(140,6)	(137,0)
Dollaro USA	26,7	21,3
Euro	(20,0)	4,3
Yen	21,3	36,7
Sterlina	17,1	12,7
Corona svedese	56,4	58,1
Dollaro australiano	34,7	0,7
Altre valute	4,4	3,2

La posizione in franchi svizzeri di cui alla tabella precedente è riconducibile essenzialmente alle obbligazioni assunte dalla Banca a fronte dei sistemi previdenziali da essa gestiti (Nota 22).

3. Rischio di tasso di interesse

Il rischio di tasso di interesse rappresenta il potenziale impatto sul valore equo di attività e passività derivante da oscillazioni dei tassi di interesse. La Banca è esposta a questo rischio principalmente tramite le attività fruttifere collegate alla gestione del suo patrimonio. Tali attività sono gestite facendo riferimento a un indice obbligazionario con 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 del valore equo alle oscillazioni dei tassi. Tale rischio viene attenuato per mezzo di limiti basati su capitale economico, VaR e simulazioni di stress.

Le tabelle seguenti mostrano l'impatto prodotto sul capitale della Banca da uno spostamento verso l'alto dell'1% nella corrispondente curva dei rendimenti.

Situazione al 31 marzo 2006

<i>In milioni di DSP</i>	Fino a 6 mesi	Da 6 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	(3,7)	(4,7)	(5,9)	(9,2)	(22,3)	(19,7)	(70,3)
Yen	0,4	0,1	(5,4)	(5,0)	(7,1)	(6,5)	(14,1)
Sterlina	–	(5,3)	(3,9)	(4,9)	(6,4)	(9,5)	(12,3)
Franco svizzero	(0,5)	(0,9)	(1,3)	–	(0,4)	(0,1)	–
Dollaro USA	(4,7)	(23,9)	(32,3)	(18,4)	(17,8)	(26,2)	(78,3)
Altre valute	(1,8)	7,8	(15,1)	(22,4)	(0,3)	(6,6)	(0,2)
Totale	(10,3)	(26,9)	(63,9)	(59,9)	(54,3)	(68,6)	(175,2)

Situazione al 31 marzo 2005

<i>In milioni di DSP</i>	Fino a 6 mesi	Da 6 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	2,0	(1,0)	(2,5)	(2,0)	(2,6)	(3,0)	(8,1)
Sterlina	(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 equo 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 disopra 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.

Situazione al 31 marzo 2006

In milioni di DSP	Fino a 1 mese	Da 1 a 3 mesi	Da 3 a 6 mesi	Da 6 a 9 mesi	Da 9 a 12 mesi	Da 1 a 5 anni	Oltre 5 anni	Scadenza indefinita	Totale
Attivo									
Cassa e conti a vista presso banche	33,0	–	–	–	–	–	–	–	33,0
Oro e depositi in oro	7 312,1	329,4	608,0	268,0	156,0	2 569,8	104,7	–	11 348,0
Buoni del Tesoro	14 215,7	22 411,8	7 614,5	1 801,6	1 268,3	–	–	–	47 311,9
Titoli acquistati pronti contro termine	19 474,6	44,6	–	–	–	–	–	–	19 519,2
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	38 682,6	16 856,1	13 981,8	9 046,6	9 264,1	67,3	–	–	87 898,5
Titoli di Stato e altri titoli	3 535,1	7 919,3	1 771,7	2 203,0	3 938,7	17 327,6	7 741,0	–	44 436,4
Partite in corso di ricezione	7 441,1	–	–	–	–	3,6	–	–	7 444,7
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	–	–	–	–	–	–	–	188,4	188,4
Totale	90 694,2	47 561,2	23 976,0	13 319,2	14 627,1	19 968,3	7 845,7	188,4	218 180,1
Passivo									
Depositi in valuta									
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di 1-2 giorni	(12 646,4)	(15 448,5)	(17 430,3)	(15 872,5)	(8 429,0)	(34 217,9)	(3 970,7)	–	(108 015,3)
Altri depositi in valuta	(50 941,0)	(5 048,0)	(6 618,4)	(7 604,0)	(7 601,4)	(163,4)	–	–	(77 976,2)
Depositi in oro	(7 420,9)	(198,7)	(568,1)	(160,5)	(39,3)	(743,5)	(104,6)	–	(9 235,6)
Titoli ceduti pronti contro termine	(1 177,6)	(44,8)	–	–	–	–	–	–	(1 222,4)
Partite in corso di pagamento	(9 251,3)	–	–	–	–	–	–	–	(9 251,3)
Altre passività	(27,7)	–	–	–	–	–	–	(141,7)	(169,4)
Totale	(81 464,9)	(20 740,0)	(24 616,8)	(23 637,0)	(16 069,7)	(35 124,8)	(4 075,3)	(141,7)	(205 870,2)
Strumenti finanziari derivati netti									
Scarto in termini di scadenza	195,8	129,5	(67,4)	(197,3)	(206,2)	(616,5)	43,2	–	(718,9)
Totale	9 425,1	26 950,7	(708,2)	(10 515,1)	(1 648,8)	(15 773,0)	3 813,6	46,7	11 591,0

Situazione al 31 marzo 2005

In milioni di DSP	Fino a 1 mese	Da 1 a 3 mesi	Da 3 a 6 mesi	Da 6 a 9 mesi	Da 9 a 12 mesi	Da 1 a 5 anni	Oltre 5 anni	Scadenza indefinita	Totale
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 netti									
Scarto in termini di scadenza	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

H. Rischio operativo

Con rischio operativo si intende il rischio di perdite finanziarie e/o danni alla reputazione della Banca derivanti da:

- errore umano o frode (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);
- carenze o disfunzioni a livello di processi (politiche o procedure interne inadeguate, lacunose o inadatte, ovvero non appropriatamente documentate, recepite, applicate, seguite o fatte rispettare);
- carenze o disfunzioni a livello di 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 (il verificarsi di un evento che si ripercuote in modo avverso sulla Banca e che questa non è in grado di controllare).

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.

È attualmente allo studio un sistema per individuare e stimare i rischi operativi, nonché valutare l'efficacia del vigente impianto dei controlli attraverso un apposito programma di autovalutazione – Control Self-Assessment (CSA) – che interessa l'intera Banca e la cui attuazione dovrebbe essere ultimata entro il 2006. È stato effettuato uno studio di fattibilità per esplorare il modo in cui integrare i risultati del CSA nella quantificazione del rischio operativo. La BRI ha ulteriormente affinato il suo sistema di controlli negli ultimi anni, rafforzando le funzioni di controllo dei rischi, di audit interno e di accertamento della conformità, e sta attualmente lavorando al progetto di un nuovo schema per la gestione del rischio operativo.

5. 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.

6. Oro e depositi in oro

A. Disponibilità complessive in oro

La tabella seguente mostra la composizione delle disponibilità complessive in oro della Banca.

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2006	2005
Oro in barre presso banche centrali	7 132,0	5 170,2
Totale depositi vincolati in oro	4 216,0	3 446,8
Totale oro e depositi attivi in oro	11 348,0	8 617,0
Di cui:		
Disponibilità in oro	2 259,5	1 646,5
Disponibilità in oro e depositi attivi bancari in oro	9 088,5	6 970,5

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 21B e 30 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.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP	2006	2005
Saldo di inizio esercizio	1 646,5	1 780,7
Variazione netta nelle disponibilità in oro del portafoglio di investimento		
Depositi attivi	382,0	400,5
Cessioni di oro	(187,2)	(108,6)
Partite in scadenza e altri movimenti netti	(382,7)	(402,6)
	(187,9)	(110,7)
Variazione netta nelle transazioni in attesa di regolamento	103,5	–
Oscillazioni del prezzo dell'oro	697,4	(23,5)
Saldo di fine esercizio	2 259,5	1 646,5

Al 1° aprile 2005 le disponibilità in oro del portafoglio di investimento della Banca ammontavano a 180 tonnellate di fino. Nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2006 è stata disposta la cessione di 15 tonnellate di metallo (Nota 30). Al 31 marzo 2006 il saldo risultava pari a 165 tonnellate di oro fino.

7. 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, prestiti a scadenza fissa, 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.

Le attività in valuta del portafoglio bancario sono classificate tra gli strumenti finanziari al valore equo rilevato a conto economico, quelle del portafoglio di investimento tra le attività disponibili per la vendita.

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 titoli equivalenti subordinatamente al rimborso del deposito. Per tutta la durata dell'operazione il valore equo dei titoli in garanzia viene monitorato richiedendo, se necessario, la consegna di garanzie aggiuntive per coprire l'esposizione creditoria.

I *prestiti a scadenza fissa* sono investimenti effettuati presso banche centrali, istituzioni internazionali e banche commerciali, e comprendono le anticipazioni concesse a banche centrali e istituzioni internazionali nel quadro di linee *standby* revocabili e non revocabili. La voce "Depositi vincolati e anticipazioni a banche" include inoltre i conti a richiesta e con termine di preavviso (Nota 8).

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.

Situazione al 31 marzo <i>In milioni di DSP</i>	2006			2005		
	Attività portafoglio bancario	Attività portafoglio investimento	Totale	Attività portafoglio bancario	Attività portafoglio investimento	Totale
Buoni del Tesoro	47 311,9	–	47 311,9	31 307,4	–	31 307,4
Titoli acquistati pronti contro termine	18 296,8	1 222,4	19 519,2	13 071,5	962,8	14 034,3
Prestiti a scadenza fissa e anticipazioni a banche	85 066,9	–	85 066,9	77 336,8	–	77 336,8
Titoli di Stato e altri titoli						
Titoli di Stato	3 469,0	6 717,5	10 186,5	7 766,3	5 569,7	13 336,0
Titoli di istituzioni finanziarie	24 617,4	957,5	25 574,9	16 629,7	876,4	17 506,1
Altri (fra cui titoli del settore pubblico)	7 578,4	1 096,6	8 675,0	7 934,2	1 003,3	8 937,5
	35 664,8	8 771,6	44 436,4	32 330,2	7 449,4	39 779,6
Totale attività in valuta del portafoglio bancario e del portafoglio di investimento	186 340,4	9 994,0	196 334,4	154 045,9	8 412,2	162 458,1

B. Attività in valuta del portafoglio di investimento

Le attività del portafoglio di investimento della Banca sono classificate tra le attività disponibili per la vendita.

Ulteriori dettagli sul conto rivalutazione titoli e sulle plusvalenze nette da cessioni di titoli del portafoglio di investimento sono contenute rispettivamente alle Note 21A e 29.

La tabella seguente analizza i movimenti delle attività in valuta del portafoglio di investimento della Banca.

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

In milioni di DSP	2006	2005
Saldo di inizio esercizio	8 412,2	8 762,6
Variazione netta nelle attività in valuta del portafoglio di investimento		
Acquisizioni	21 358,5	14 133,8
Cessioni	(3 214,1)	(3 384,2)
Partite in scadenza e altri movimenti netti	(16 467,5)	(10 956,8)
	1 676,9	(207,2)
Variazione netta nelle transazioni in attesa di regolamento	43,2	(63,9)
Valore equo e altri movimenti	(138,3)	(79,3)
Saldo di fine esercizio	9 994,0	8 412,2

8. Depositi vincolati e anticipazioni a banche

I depositi vincolati e le anticipazioni a banche comprendono i prestiti a scadenza fissa e i conti a richiesta e con termine di preavviso.

I prestiti a scadenza fissa sono classificati tra le attività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico.

I conti a richiesta e con termine di preavviso sono classificati – analogamente alla cassa e agli strumenti equiparabili al contante – tra i finanziamenti e crediti. Si tratta di attività finanziarie a brevissimo termine, con un preavviso di norma pari o inferiore a tre giorni. Essi sono iscritti in bilancio al costo ammortizzato.

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2006	2005
Prestiti a scadenza fissa e anticipazioni a banche	85 066,9	77 336,8
Conti a richiesta e con termine di preavviso	2 831,6	2 979,7
Totale depositi vincolati e anticipazioni a banche	87 898,5	80 316,5

9. 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 a ovvero entro una certa data.

Opzioni su futures: accordi contrattuali che conferiscono il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere a un prezzo prestabilito un contratto futures durante un certo periodo di tempo.

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 equo degli strumenti finanziari derivati della Banca.

Situazione al 31 marzo <i>In milioni di DSP</i>	2006			2005		
	Ammontare nozionale	Valore equo		Ammontare nozionale	Valore equo	
	Attivo	Passivo		Attivo	Passivo	
Futures su titoli obbligazionari	381,3	–	(0,4)	721,1	1,0	(1,2)
Opzioni su titoli obbligazionari	168,0	–	(1,5)	82,7	0,7	–
Swap su tassi di interesse a valute incrociate	8 058,3	189,2	(803,8)	10 619,0	246,7	(2 221,7)
Contratti a termine su valute e su oro	4 212,5	18,8	(29,4)	1 297,6	16,0	(9,0)
Opzioni su valute	213,3	–	(0,3)	2 276,2	0,7	(4,4)
Swap su valute e su oro	38 674,9	460,5	(142,4)	31 993,1	480,6	(145,3)
Forward rate agreement	37 290,0	11,9	(7,5)	45 074,2	5,3	(3,2)
Futures su tassi di interesse	42 923,3	0,1	(0,3)	19 195,0	1,4	(0,2)
Swap su tassi di interesse	250 096,2	1 274,3	(1 668,6)	202 919,6	1 433,8	(1 038,5)
Opzioni su futures	15 228,8	1,2	(0,2)	3 306,0	0,9	(0,5)
Swaption	1 803,2	–	(20,5)	2 818,0	0,9	(16,6)
Totale degli strumenti finanziari derivati a fine esercizio	399 049,8	1 956,0	(2 674,9)	320 302,5	2 188,0	(3 440,6)
Saldo degli strumenti finanziari derivati a fine esercizio			(718,9)			(1 252,6)

10. Partite in corso di ricezione

Situazione al 31 marzo <i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Transazioni finanziarie in attesa di regolamento	7 436,4	4 018,1
Altre attività	8,3	10,5
Totale partite in corso di ricezione	7 444,7	4 028,6

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.

11. Terreni, immobili, arredi e attrezzature

Per l'esercizio finanziario chiuso il
31 marzo

	Terreni	Immobili	Arredi e attrezzature (informatiche e di altra natura)	2006	2005
<i>In milioni di DSP</i>					
Costo storico					
Saldo di inizio esercizio	41,2	185,1	86,2	312,5	314,4
Spesa in conto capitale	–	–	12,6	12,6	14,9
Dismissioni e smobilizzazioni	–	–	(0,6)	(0,6)	(16,8)
Saldo di fine esercizio	41,2	185,1	98,2	324,5	312,5
Ammortamenti					
Ammortamento cumulativo a inizio esercizio	–	72,5	50,8	123,3	124,4
Ammortamenti	–	4,0	9,3	13,3	15,7
Dismissioni e smobilizzazioni	–	–	(0,5)	(0,5)	(16,8)
Saldo di fine esercizio	–	76,5	59,6	136,1	123,3
Valore contabile netto a fine esercizio	41,2	108,6	38,6	188,4	189,2

Gli ammortamenti per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2006 comprendono un onere aggiuntivo di DSP 1,0 milioni derivante da una verifica sullo stato di deterioramento delle immobilizzazioni (2005: DSP 2,4 milioni).

A seguito della revisione dei costi capitalizzati nell'esercizio 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.

12. Depositi in valuta

I depositi in valuta – illustrati nella tabella seguente – sono crediti scritturali nei confronti della Banca.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di 1-2 giorni		
Medium-Term Instrument (MTI)	57 688,3	42 694,7
FIXBIS	50 327,0	53 712,0
	108 015,3	96 406,7
Altri depositi in valuta		
FRIBIS	3 247,1	3 192,4
Depositi a scadenza fissa	52 181,5	36 987,3
Depositi a vista e con termine di preavviso	22 547,6	14 032,4
	77 976,2	54 212,1
Totale depositi in valuta	185 991,5	150 618,8
Di cui:		
Classificati tra le passività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico	163 443,9	136 586,4
Classificati tra i finanziamenti e crediti	22 547,6	14 032,4

I *Medium-Term Instrument (MTI)* sono investimenti a tasso fisso con scadenze trimestrali fino a 10 anni. La BRI offre inoltre MTI riscattabili (*callable*), riservandosi la facoltà di rimborso anticipato al prezzo base, alla pari e a date comprese fra aprile 2006 e marzo 2007 (2005: aprile 2005 e marzo 2007). Al 31 marzo 2006 l'ammontare degli MTI riscattabili in bilancio era pari a DSP 6 262,9 milioni (2005: DSP 3 720,1 milioni).

I *FIXBIS* sono investimenti a tasso fisso con scadenza minima di una settimana e massima di un anno.

I *FRIBIS* sono investimenti a tasso variabile con scadenza minima di un anno, e prevedono il ricalcolo del tasso per allinearla alle condizioni prevalenti sul mercato.

I *depositi a scadenza fissa* sono investimenti a tasso fisso con scadenza di norma inferiore a un anno. La BRI raccoglie inoltre depositi di questo tipo rimborsabili a scadenza nella valuta originaria o, a discrezione della Banca, in valuta diversa con importo prefissato (c.d. *dual currency deposit*, DCD). Al 31 marzo 2006 l'ammontare di DCD in bilancio era pari a DSP 231,1 milioni (2005: DSP 1 096,4 milioni), con scadenze comprese tra aprile e giugno 2006 (2005: aprile e settembre 2005).

I *depositi a vista e con termine di preavviso* sono passività finanziarie a brevissimo termine, con un preavviso di norma pari o inferiore a tre giorni. Essi sono classificati tra i finanziamenti e crediti, e vengono iscritti in bilancio al costo ammortizzato.

La Banca si è impegnata a rimborsare, in tutto o in parte, taluni strumenti di deposito al valore equo con un preavviso di uno o due giorni lavorativi. Da tale attività originano profitti o perdite che vengono imputati al conto “Rettifiche nette di valutazione” del Conto profitti e perdite.

Conformemente alle politiche di gestione del rischio della Banca, il rischio di mercato attinente a tale attività è gestito in base al valore equo complessivo, accorpando tutte le relative poste in bilancio e fuori bilancio del portafoglio bancario in valuta della Banca. I profitti o le perdite realizzati e non realizzati sui depositi passivi in valuta vengono pertanto ampiamente compensati dai profitti e dalle perdite realizzati e non realizzati sulle attività in valuta del portafoglio bancario, sugli strumenti derivati o sugli altri depositi passivi in valuta.

Per limitare le incongruenze contabili che deriverebbero dalla contabilizzazione dei profitti e delle perdite realizzati e non realizzati sulla base di altri criteri, la Banca classifica tutte le pertinenti attività e passività del portafoglio bancario in valuta fra le attività/passività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico.

I depositi in valuta (diversi da quelli a vista e con termine di preavviso) sono contabilizzati in bilancio al valore equo. Tale valore differisce da quello che la Banca è contrattualmente tenuta a pagare alla scadenza al titolare del deposito. Al 31 marzo 2006, per il totale dei depositi in valuta, la Banca era contrattualmente tenuta a pagare alla scadenza DSP 187 896,6 milioni, comprensivi degli interessi maturati a tale data (2005: DSP 151 115,9 milioni).

Per stimare il valore equo 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 2006 le modifiche alle suddette ipotesi hanno determinato un calo nei profitti della Banca per DSP 6,0 milioni (2005: calo di DSP 7,9 milioni).

13. Depositi passivi in oro

I depositi di oro presso la Banca provengono interamente da banche centrali. Essi sono classificati tra i finanziamenti e crediti.

14. 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 di titoli equivalenti. Si tratta di operazioni attivate esclusivamente da banche commerciali.

Al 31 marzo 2006 e 2005 tutti i titoli ceduti pronti contro termine erano collegati con la gestione delle attività in valuta del portafoglio di investimento, e sono stati pertanto classificati tra i finanziamenti e crediti, e iscritti in bilancio al costo ammortizzato.

15. 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.

16. Altre passività

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2006	2005
Obbligazioni a fronte dei sistemi previdenziali (Nota 22)		
Pensioni dei membri del Consiglio di amministrazione	4,1	4,2
Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	135,1	127,3
Debiti verso ex azionisti	2,4	3,9
Altre	27,8	15,9
Totale altre passività	169,4	151,3

17. Azioni

Il capitale della Banca si compone di:

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2006	2005
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:

Situazione al 31 marzo	2006	2005
Azioni emesse	547 125	547 125
Meno: azioni proprie	(1 000)	(36 933)
Azioni distribuite aventi diritto al dividendo	546 125	510 192
Di cui:		
Con diritto al dividendo integrale	510 192	470 073
Con diritto al dividendo <i>pro rata temporis</i> in base alla data di valuta della sottoscrizione	35 933	40 119
Dividendo unitario (in DSP)	245	235

Le azioni aventi diritto al dividendo *pro rata temporis* a partire dalla data di valuta della sottoscrizione rispecchiano la redistribuzione di azioni proprie (Nota 19).

18. 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.

19. Riacquisto e successiva redistribuzione 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. Al tempo stesso, la BRI ha riscattato 2 304 azioni di queste tre emissioni possedute da altre banche centrali. Il compenso totale versato è stato di CHF 23 977,56 per azione, più gli interessi maturati.

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. La Banca ha redistribuito le restanti 35 933 azioni dell'emissione americana detenute in portafoglio, vendendole alle banche centrali azioniste il 31 maggio 2005 (Nota 20).

20. Azioni proprie

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	2006	2005
Saldo di inizio esercizio		
Riacquisto di azioni nell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2001	34 833	74 952
Altre aree	2 100	2 100
Totale di inizio esercizio	36 933	77 052
Redistribuzione alle banche centrali azioniste	(35 933)	(40 119)
Saldo di fine esercizio	1 000	36 933

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 19) 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, vendendole alle banche centrali dei paesi corrispondenti. Gli introiti provenienti dalla vendita dei 40 119 titoli sono ammontati a CHF 962,0 milioni, equivalenti a DSP 536,7 milioni alle relative date contabili.

Il 31 maggio 2005 la Banca ha redistribuito le restanti 35 933 azioni dell'emissione americana detenute in portafoglio, vendendole alle banche centrali azioniste al prezzo unitario di CHF 23 977,56. Gli introiti provenienti dalla vendita sono ammontati a CHF 861,6 milioni, equivalenti a DSP 468,2 milioni alla relativa data contabile.

L'importo è stato accreditato al capitale della Banca come segue:

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo		
<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Azioni proprie	396,2	456,4
Fondo di riserva generale – variazioni di cambio	72,0	80,3
Totale	468,2	536,7

L'importo di DSP 396,2 milioni (2005: 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. Per maggiori informazioni in merito, si veda la Nota 17 delle Situazioni dei conti dello scorso esercizio finanziario. Allorché sono stati ricevuti i proventi della vendita delle azioni si è realizzata una plusvalenza di DSP 72,0 milioni (2005: 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 1 000 titoli sospesi dell'emissione albanese.

Nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2006 è stato riclassificato un prestito effettuato dalla Banca a un consorzio di banche centrali collegato alle azioni sospese dell'emissione albanese, trasferendolo dal conto "Partite in corso di ricezione" al conto "Azioni proprie", per un importo di DSP 1,7 milioni.

21. 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 6 e 7. Essi comprendono:

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Conto rivalutazione titoli	(104,3)	92,2
Conto rivalutazione oro	1 342,2	759,3
Totale altri conti di capitale	1 237,9	851,5

A. Conto rivalutazione titoli

A questo conto viene imputata la differenza tra il valore equo e il costo ammortizzato dei titoli del portafoglio di investimento della Banca.

La tabella seguente riporta i movimenti del conto rivalutazione titoli:

Per l'esercizio finanziario chiuso il
31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Saldo di inizio esercizio	92,2	178,5
Rettifiche nette di valutazione		
Plusvalenze su cessioni	(58,2)	(7,0)
Valore di mercato e altri movimenti	(138,3)	(79,3)
	(196,5)	(86,3)
Saldo di fine esercizio	(104,3)	92,2

Le tabelle seguenti riportano i saldi del conto rivalutazione titoli.

Situazione al 31 marzo 2006	Valore equo delle attività	Costo storico	Conto rivalutazione titoli	Plusvalenze lorde	Minusvalenze lorde
<i>In milioni di DSP</i>					
Titoli acquistati pronti contro termine	1 222,4	1 222,5	(0,1)	–	(0,1)
Titoli di Stato e altri titoli	8 771,6	8 875,8	(104,2)	48,6	(152,8)
Totale	9 994,0	10 098,3	(104,3)	48,6	(152,9)

Situazione al 31 marzo 2005	Valore equo 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)

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 valuta funzionale e di presentazione 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.

Per l'esercizio finanziario chiuso il
31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Saldo di inizio esercizio	759,3	833,3
Rettifiche nette di valutazione		
Plusvalenze su cessioni	(114,5)	(50,5)
Oscillazioni del prezzo dell'oro	697,4	(23,5)
	582,9	(74,0)
Saldo di fine esercizio	1 342,2	759,3

22. Obbligazioni a fronte delle prestazioni successive al rapporto di lavoro

La banca gestisce tre sistemi previdenziali e assistenziali:

1. Un sistema pensionistico a prestazione definita per il personale, basato sull'ultimo stipendio, che si avvale di un fondo privo di personalità giuridica propria mediante il quale vengono corrisposte le prestazioni. Le attività del fondo sono amministrate dalla Banca nel solo interesse dei beneficiari presenti e futuri del sistema. La Banca è responsabile ultima di tutte le prestazioni dovute nel quadro del sistema pensionistico.
2. Un fondo pensione a ripartizione e a prestazione definita per i membri del Consiglio di amministrazione, la cui fruizione è subordinata a un periodo minimo di servizio di quattro anni.
3. Un fondo a ripartizione per l'erogazione di indennità a titolo di malattia e infortunio in favore del personale in servizio e in quiescenza. Per quest'ultimo, la fruizione del sistema è subordinata al raggiungimento del 50° anno di

età e al completamento di un periodo minimo di servizio di 10 anni.

I tre sistemi sono valutati annualmente da attuari indipendenti.

La Banca gestisce inoltre conti personali vincolati di deposito, intestati ai dipendenti che partecipavano al piano di risparmio della BRI soppresso il 1° aprile 2003. Tali conti, su cui non è possibile effettuare ulteriori versamenti, verranno liquidati ai rispettivi titolari al momento della cessazione dal servizio presso la Banca. Essi sono fruttiferi di interesse al tasso determinato dalla BRI in base a quello corrisposto dalla Banca nazionale svizzera su analoghi conti intestati ai suoi dipendenti. Al 31 marzo 2006 il saldo complessivo di tali conti vincolati era pari a DSP 19,4 milioni (2005: DSP 21,2 milioni). Questi conti sono iscritti in bilancio alla voce "Depositi in valuta".

A. Importi iscritti in bilancio

Situazione al 31 marzo <i>In milioni di DSP</i>	Pensioni dei dipendenti		Pensioni dei membri del Consiglio		Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	
	2006	2005	2006	2005	2006	2005
Valore attuale dell'obbligazione	(606,4)	(596,4)	(4,5)	(4,3)	(183,8)	(179,8)
Valore equo delle attività del fondo	602,2	566,6	–	–	–	–
Livello di capitalizzazione	(4,2)	(29,8)	(4,5)	(4,3)	(183,8)	(179,8)
Perdite attuariali non riconosciute	46,8	77,9	0,3	0,1	57,2	62,4
Passati costi di servizio non riconosciuti	(42,6)	(48,1)	–	–	(8,6)	(9,9)
Passivo a fine esercizio	–	–	(4,2)	(4,2)	(135,2)	(127,3)

B. Valore attuale delle obbligazioni

La riconciliazione fra il valore attuale dell'obbligazione a inizio e a fine esercizio è la seguente:

Situazione al 31 marzo <i>In milioni di DSP</i>	Pensioni dei dipendenti		Pensioni dei membri del Consiglio		Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	
	2006	2005	2006	2005	2006	2005
Valore attuale dell'obbligazione a inizio esercizio	596,4	527,8	4,3	4,6	179,8	129,3
Oneri per il servizio corrente	26,3	23,3	0,2	0,2	7,5	7,7
Contributi dei partecipanti	3,2	3,2	–	–	–	–
Oneri da interessi	18,5	18,9	0,1	0,2	5,7	4,7
Perdita attuariale	9,8	24,6	–	0,1	–	43,4
Effetto delle modifiche del sistema	–	–	–	–	–	(9,9)
Prestazioni erogate	(23,3)	(25,3)	(0,3)	(0,3)	(1,8)	(1,7)
Differenze di cambio	(24,5)	23,9	0,2	(0,5)	(7,4)	6,3
Valore attuale dell'obbligazione a fine esercizio	606,4	596,4	4,5	4,3	183,8	179,8

C. Valore equo delle attività del fondo pensione del personale

La riconciliazione fra il valore equo delle attività del fondo pensione del personale a inizio e a fine esercizio è la seguente:

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Valore equo delle attività del fondo a inizio esercizio	566,6	525,4
Rendimento atteso sulle attività del fondo	27,4	27,3
Plus/(minus)valenze	36,8	(2,7)
Contributi della Banca	15,0	15,1
Contributi dei partecipanti	3,2	3,2
Prestazioni erogate	(23,3)	(25,3)
Differenze di cambio	(23,5)	23,6
Valore equo delle attività del fondo a fine esercizio	602,2	566,6

D. Importi imputati al Conto profitti e perdite

<i>In milioni di DSP</i>	Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo		Pensioni dei dipendenti		Pensioni dei membri del Consiglio		Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	
	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005
Oneri per il servizio corrente	26,3	23,3	0,2	0,2	7,5	7,7		
Oneri da interessi	18,5	18,9	0,1	0,1	5,7	4,7		
Meno: rendimento atteso sulle attività del fondo	(27,4)	(27,3)	–	–	–	–		
Meno: passati costi di servizio	(3,4)	0,2	–	–	(1,0)	–		
Perdite attuariali nette riconosciute nell'esercizio finanziario	1,2	–	–	–	2,8	0,3		
Totale imputato ai costi operativi	15,2	15,1	0,3	0,3	15,0	12,7		

E. Categorie principali di attività in percentuale delle attività totali del fondo

Situazione al 31 marzo

<i>Quote percentuali</i>	2006	2005
Azioni Europa	16,1	15,7
Azioni, altre aree	28,5	25,6
Reddito fisso Europa	26,9	28,2
Reddito fisso, altre aree	24,0	23,5
Altre attività	4,5	7,0
 Rendimento effettivo sulle attività del fondo	 10,65%	 4,30%

Il fondo pensione del personale non investe in strumenti finanziari emessi dalla Banca.

F. Principali ipotesi attuariali impiegate nelle presenti situazioni contabili

Situazione al 31 marzo

	2006	2005
Applicabile ai tre sistemi previdenziali e assistenziali		
Tasso di sconto – tasso di mercato di obbligazioni societarie svizzere di prima qualità	3,25%	3,25%
Applicabile ai sistemi pensionistici del personale e dei membri del Consiglio		
Aumento atteso degli emolumenti pensionistici	1,50%	1,50%
Applicabile unicamente al sistema pensionistico del personale		
Rendimento atteso sulle attività del fondo	5,00%	5,00%
Tasso di incremento stipendiale atteso	4,10%	4,10%
Applicabile unicamente al sistema pensionistico dei membri del Consiglio		
Tasso di incremento atteso della remunerazione pensionabile dei membri del Consiglio	1,50%	1,50%
Applicabile unicamente al sistema di indennità a titolo di malattia e infortunio		
Tasso atteso di crescita dei costi dell'assistenza sanitaria	5,00%	5,00%

Le ipotesi di incremento formulate riguardo agli stipendi del personale, alla remunerazione pensionabile dei membri del Consiglio e agli emolumenti pensionistici incorporano un tasso ipotizzato di inflazione dell'1,5%.

Il rendimento atteso sulle attività del fondo si basa su aspettative di lungo periodo concernenti l'inflazione, i tassi di interesse, i premi al rischio e l'allocazione dell'attivo. La relativa stima tiene conto dei rendimenti storici e viene calcolata in collaborazione con gli attuari indipendenti del fondo.

L'ipotesi relativa all'incremento dei costi dell'assistenza sanitaria produce effetti significativi sugli importi imputati al Conto profitti e perdite. Una variazione pari all'1% rispetto ai valori utilizzati nel calcolo per l'esercizio 2005/06 comporterebbe gli effetti di seguito riportati.

In milioni di DSP	Aumento assistenza sanitaria: 6%	Aumento assistenza sanitaria: 4%
Aumento / (calo) dei costi complessivi per il servizio e gli interessi nell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2006	4,3	(3,2)
Aumento / (calo) dell'obbligazione al 31 marzo 2006	46,4	(37,8)

23. Reddito da interessi

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP	2006	2005
Attività in valuta del portafoglio di investimento classificate tra quelle disponibili per la vendita		
Titoli acquistati pronti contro termine	39,9	14,5
Titoli di Stato e altri titoli	287,1	255,4
	327,0	269,9
Attività in valuta del portafoglio bancario classificate tra gli strumenti finanziari al valore equo rilevato a conto economico		
Buoni del Tesoro	465,3	335,5
Titoli acquistati pronti contro termine	104,8	81,6
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	3 221,3	1 636,7
Titoli di Stato e altri titoli	1 058,4	767,5
	4 849,8	2 821,3
Attività classificate tra i finanziamenti e crediti		
Conti a richiesta e con termine di preavviso	96,6	56,7
Disponibilità in oro del portafoglio di investimento	20,4	23,4
Disponibilità in oro del portafoglio bancario	7,0	7,2
	124,0	87,3
Strumenti finanziari derivati classificati tra le attività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico		
	936,7	879,5
Altri interessi	1,6	0,8
Totale reddito da interessi	6 239,1	4 058,8
Di cui:		
Interessi ricevuti durante l'esercizio	6 392,4	3 981,1

24. Oneri da interessi

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Passività classificate tra i finanziamenti e crediti		
Interessi su depositi in oro	5,4	5,8
Interessi su depositi a vista e con termine di preavviso	462,1	272,7
Interessi su titoli ceduti pronti contro termine	37,0	13,5
	504,5	292,0
Passività classificate tra gli strumenti finanziari al valore equo rilevato a conto economico		
Interessi su altri depositi in valuta	5 064,3	3 091,5
Interessi su titoli ceduti pronti contro termine	0,3	0,6
	5 064,6	3 092,1
Totale oneri da interessi	5 569,1	3 384,1
Di cui:		
Interessi corrisposti durante l'esercizio	5 434,9	3 320,7

25. Rettifiche nette di valutazione

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Rettifiche di valutazione non realizzate su attività in valuta del portafoglio bancario		
	(332,9)	(247,9)
Plusvalenze realizzate su attività in valuta del portafoglio bancario	4,3	20,9
Rettifiche di valutazione non realizzate su passività finanziarie	498,2	1 478,0
Plus/(minus)valenze realizzate su passività finanziarie	63,0	(16,7)
Rettifiche di valutazione su strumenti finanziari derivati	(306,7)	(1 417,4)
Rettifiche nette di valutazione	(74,1)	(183,1)

26. Reddito netto da commissioni e provvigioni

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Proventi per commissioni e provvigioni		
	5,8	4,3
Oneri per commissioni e provvigioni	(3,1)	(3,0)
Reddito netto da commissioni e provvigioni		
	2,7	1,3

27. Minusvalenze valutarie nette

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Plus/(minus)valenze nette su transazioni		
	(23,4)	11,9
Perdite nette da conversione	(1,8)	(46,4)
Minusvalenze valutarie nette		
	(25,2)	(34,5)

La minusvalenza netta per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2006 è riconducibile principalmente all'impatto prodotto dall'apprezzamento dell'oro sul valore di mercato dei contratti a termine per la vendita delle attività in oro del portafoglio di investimento. Essa è stata controbilanciata da un corrispondente aumento nelle plusvalenze realizzate dalla Banca sulle vendite delle attività in oro del portafoglio di investimento (Nota 30) all'epoca del loro regolamento.

La minusvalenza netta per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2005 era principalmente ascrivibile all'impatto dell'apprezzamento del franco svizzero nei confronti dei diritti speciali di prelievo sulle posizioni corte in franchi della Banca 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) era compensata da una plusvalenza valutaria realizzata di DSP 80,3 milioni nel capitale della Banca (Nota 20).

28. Costi operativi

La tabella seguente analizza le spese di amministrazione della Banca in franchi svizzeri (CHF), moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di CHF</i>	2006	2005
Consiglio di amministrazione		
Compensi ai membri del Consiglio	1,7	1,6
Pensioni degli ex membri del Consiglio	0,6	0,6
Trasferte, riunioni esterne del Consiglio e altre spese	1,1	1,0
	3,4	3,2
Direzione e personale		
Stipendi	102,3	97,1
Pensioni	31,4	30,9
Altre spese relative al personale	42,6	38,3
	176,3	166,3
Funzionamento degli uffici e altre spese		
	68,9	64,5
Costi operativi in milioni di CHF	248,6	234,0
Spese di amministrazione in milioni di DSP	133,6	129,3
Ammortamenti in milioni di DSP	13,3	15,7
Costi operativi in milioni di DSP	146,9	145,0

Durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2006 il numero medio di posizioni equivalenti a tempo pieno era di 520 unità (2005: 526).

29. Plusvalenze nette su vendite di titoli del portafoglio di investimento

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Introiti da cessioni	3 214,1	3 384,2
Costo ammortizzato	(3 155,9)	(3 377,2)
Plusvalenze nette	58,2	7,0
Di cui:		
Plusvalenze lorde realizzate	64,1	32,9
Minusvalenze lorde realizzate	(5,9)	(25,9)

30. Plusvalenze nette su vendite di disponibilità in oro del portafoglio di investimento

I profitti sulle vendite di oro del portafoglio di investimento nell'anno finanziario chiuso il 31 marzo 2006 sono stati:

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Introiti da cessioni	187,2	108,6
Costo stimato (Nota 21B)	(72,7)	(58,1)
Plusvalenze lorde realizzate	114,5	50,5

31. Utile unitario

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Utile netto per l'esercizio finanziario (in milioni di DSP)	599,2	370,9
Numero medio ponderato di azioni aventi diritto al dividendo	540 535	486 673
Utile base e utile diluito per azione (DSP per azione)	1 108,5	762,1

Il dividendo proposto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2006 è di DSP 245 per azione (2005: DSP 235).

32. Cassa ed equivalenti di cassa

Ai fini del Rendiconto finanziario, la cassa e gli equivalenti di cassa comprendono:

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Cassa e conti a vista presso banche	33,0	25,8
Conti a richiesta e con termine di preavviso	2 831,6	2 979,7
Totale cassa ed equivalenti di cassa	2 864,6	3 005,5

33. Imposte e tasse

Lo speciale status giuridico della Banca in Svizzera è stabilito anzitutto dall'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.

34. Tassi di cambio

La tabella seguente riporta i tassi e i prezzi principali usati per la conversione in DSP dei conti in valute e in oro.

	Tasso a pronti al 31 marzo		Tasso medio per l'esercizio finanziario chiuso nel	
	2006	2005	2006	2005
USD	0,694	0,661	0,687	0,671
EUR	0,840	0,859	0,835	0,845
JPY	0,00589	0,00619	0,00607	0,00625
GBP	1,205	1,248	1,225	1,238
CHF	0,532	0,554	0,539	0,549
Oro	404,4	282,7	327,7	277,9

35. 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:

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2006	2005
Valore nominale dei titoli detenuti a fronte di:		
Contratti di custodia	10 413,8	10 009,2
Contratti di pegno	2 220,5	2 275,2
Mandati di gestione di portafoglio	5 012,1	3 769,4
Totale	17 646,4	16 053,8

Gli strumenti finanziari detenuti a fronte degli accordi di cui sopra sono custoditi presso depositari esterni (banche centrali o istituzioni commerciali).

36. Impegni di credito

La Banca fornisce alle banche centrali e istituzioni internazionali sue clienti aperture di credito *standby* irrevocabili. Al 31 marzo 2006 gli impegni di questo tipo in essere erano pari a DSP 7 470,4 milioni (2005: DSP 5 480,4 milioni), di cui DSP 344,0 milioni non assistiti da garanzia (2005: DSP 315,0 milioni).

37. 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.

Le tabelle seguenti riportano i tassi di interesse effettivi per gli strumenti finanziari pertinenti, suddivisi per le principali valute.

Situazione al 31 marzo 2006

Quote percentuali	USD	EUR	GBP	JPY	Altre valute
Attivo					
Depositi in oro	–	–	–	–	0,61
Buoni del Tesoro	4,77	2,39	–	0,02	1,06
Titoli acquistati pronti contro termine	4,78	2,63	4,57	–	–
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	4,75	2,51	4,59	–	4,25
Titoli di Stato e altri titoli	4,76	3,41	4,80	0,60	4,99
Passivo					
Depositi in valuta	4,23	2,55	4,32	–	4,85
Depositi in oro	–	–	–	–	0,28
Titoli ceduti pronti contro termine	4,63	–	4,27	–	–

Situazione al 31 marzo 2005

Quote percentuali	USD	EUR	GBP	JPY	Altre valute
Attivo					
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
Passivo					
Depositi in valuta	3,00	2,29	4,73	–	3,29
Depositi in oro	–	–	–	–	0,46
Titoli ceduti pronti contro termine	2,43	–	–	–	–

38. Analisi di concentrazione

A. Passività totali

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2006	2005
Africa	18 260,7	14 024,8
Americhe	41 394,6	28 910,3
Asia-Pacifico	84 594,8	80 642,4
Europa	60 380,7	41 772,5
Organizzazioni internazionali	3 914,3	4 883,1
Totale	208 545,1	170 233,1

I depositi in valuta e oro, principalmente da banche centrali e istituzioni internazionali, costituiscono il 93,6% (2005: 92,7%) delle passività totali della Banca. Questi depositi presentano importanti concentrazioni su singoli clienti. Al 31 marzo 2006 essi erano intestati a 154 depositanti (2005: 159), di cui cinque (2005: 3) contribuivano ciascuno a oltre il 5% del totale in base alla data di regolamento. La Nota 4 illustra come la Banca gestisce il corrispondente rischio di concentrazione.

B. Impegni di credito

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2006	2005
Asia-Pacifico	7 166,4	5 259,1
Europa	304,0	221,3
Totale	7 470,4	5 480,4

La Nota 36 illustra in maggior dettaglio gli impegni di credito della BRI.

C. Partite fuori bilancio

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2006	2005
Africa	975,2	594,6
Americhe	2 700,6	2 758,3
Asia-Pacifico	13 410,4	12 144,1
Europa	560,2	556,8
Totale	17 646,4	16 053,8

La Nota 35 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.

39. 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 postpensionamento 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 22 fornisce dettagli in merito ai sistemi previdenziali postpensionamento della BRI.

A. Persone fisiche collegate

Gli emolumenti complessivamente corrisposti ai membri dell'alta Direzione e imputati al Conto profitti e perdite sono i seguenti:

Per l'esercizio finanziario chiuso il
31 marzo

In milioni di CHF	2006	2005
Stipendi, indennità e copertura sanitaria	6,4	6,7
Erogazioni successive al rapporto di lavoro	1,8	1,8
Emolumenti totali in milioni di CHF	8,2	8,5
Equivalente in DSP	4,4	4,6

Nella Nota 28 sono contenuti ragguagli in merito agli emolumenti complessivamente erogati ai membri del Consiglio di amministrazione.

La Banca offre a tutti i membri del personale e del Consiglio di amministrazione conti personali di deposito. Essa gestisce inoltre conti personali vincolati di deposito intestati ai dipendenti che partecipavano al soppresso piano di risparmio della BRI. Tali conti, su cui non è possibile effettuare ulteriori versamenti, verranno liquidati ai rispettivi titolari al momento della cessazione dal servizio presso la Banca. I conti personali di deposito e i conti vincolati sono fruttiferi di interesse al tasso determinato dalla BRI in base a quello corrisposto dalla Banca nazionale svizzera su analoghi conti intestati ai suoi dipendenti. Al 31 marzo 2006 le movimentazioni e il saldo complessivo dei conti personali di deposito e dei conti vincolati accessi a nome dei membri del Consiglio di amministrazione e dell'alta Direzione della Banca erano quelli riportati di seguito.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di CHF</i>	2006	2005
Saldo di inizio esercizio	18,7	19,8
Depositi passivi, inclusi gli interessi maturati (al netto della ritenuta alla fonte)	6,6	6,2
Prelievi	(12,0)	(7,3)
Saldo di fine esercizio (in milioni di CHF)	13,3	18,7
Equivalente in DSP	7,1	10,4
Interessi corrisposti sui depositi (in milioni di CHF)	0,5	0,8
Equivalente in DSP	0,3	0,4

I saldi relativi ai membri del Consiglio di amministrazione e dell'alta Direzione della Banca nominati nel corso dell'esercizio finanziario sono inclusi nella tabella precedente fra i depositi passivi, mentre quelli dei membri del Consiglio e dell'alta Direzione cessati dal servizio nello stesso periodo sono inclusi fra i prelievi.

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

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Saldo di inizio esercizio	39 806,9	34 030,3
Depositi passivi	175 323,0	104 844,2
Depositi in scadenza, rimborsi e movimenti del valore equo	(156 074,1)	(101 906,6)
Movimenti netti sui conti a richiesta e con termine di preavviso	(5 775,8)	2 839,0
Saldo di fine esercizio	53 280,0	39 806,9
Quota percentuale sui depositi complessivi in valuta a fine esercizio	28,6%	26,4%

Depositi in oro da banche centrali collegate e istituzioni connesse

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Saldo di inizio esercizio	4 808,6	5 049,1
Depositi passivi	–	154,3
Prelievi netti e movimenti del prezzo dell'oro	1 458,7	(394,8)
Saldo di fine esercizio	6 267,3	4 808,6
Quota percentuale sui depositi complessivi in oro a fine esercizio	67,9%	67,6%

Titoli acquistati pronti contro termine da banche centrali collegate e istituzioni connesse

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006	2005
Saldo di inizio esercizio	4 917,3	4 448,0
Depositi passivi	1 095 001,1	1 200 762,4
Partite in scadenza e movimenti del valore equo	(1 096 719,9)	(1 200 293,1)
Saldo di fine esercizio	3 198,5	4 917,3
Quota percentuale sul totale dei titoli acquistati pronti contro termine a fine esercizio	16,4%	35,0%

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 2006 ammontavano a DSP 10,8 milioni (2005: DSP 7,4 milioni). Alla stessa data l'oro detenuto su conti a vista presso banche centrali collegate e istituzioni connesse era pari a DSP 7 132,0 milioni (2005: DSP 5 170,3 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'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2006 era pari a DSP 10 948,1 milioni (2005: DSP 4 184,5 milioni).

40. 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 19).

Nel dicembre 2001 un gruppo di ex azionisti privati aveva promosso un'azione dinanzi al Tribunal de Commerce di Parigi. Nel marzo 2003 quest'ultimo accertava con pronuncia preliminare (senza entrare nel merito) la propria competenza a giudicare in ordine alle richieste volte a ottenere un aumento dell'indennità. La Banca 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. Di conseguenza, non sono stati effettuati accantonamenti specifici 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.

A eccezione dei procedimenti anzidetti, non sono attualmente in corso azioni o procedure arbitrali significative in cui la Banca è parte interessata.

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. 206-240) della Banca dei Regolamenti Internazionali. Le presenti situazioni dei conti comprendono la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, in conformità dello Statuto della Banca, e le relative Note. Le situazioni dei conti sono state predisposte dalla Direzione della Banca in conformità dello Statuto e dei principi di valutazione descritti nei Criteri contabili rilevanti delle Note esplicative. Il nostro mandato ai sensi dello Statuto della Banca è quello di formulare, in base alla nostra revisione, un giudizio indipendente sulla Situazione patrimoniale e sul Conto profitti e perdite, e di riferire tale giudizio al Consiglio di amministrazione e all'Assemblea generale. Le situazioni dei conti del passato esercizio finanziario erano state verificate da altri Revisori, che nella loro relazione datata 9 maggio 2005 avevano espresso parere favorevole in merito.

Abbiamo condotto le verifiche conformemente ai principi internazionali in materia di *auditing*. Tali principi prevedono che la revisione sia pianificata e condotta in modo da poter stabilire con un ragionevole grado di certezza se le informazioni contenute nelle situazioni dei conti siano esenti da errori sostanziali. Nel corso della revisione dei conti si procede, su base campionaria, all'esame dei riscontri che comprovano gli importi e le segnalazioni riportate nelle situazioni contabili. Vengono inoltre valutati i principi contabili utilizzati e le stime significative effettuate dalla Direzione, nonché la presentazione complessiva delle situazioni dei conti. 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 siano 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 2006, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data, conformemente allo Statuto della Banca e ai criteri contabili descritti nelle Note esplicative.

Deloitte AG

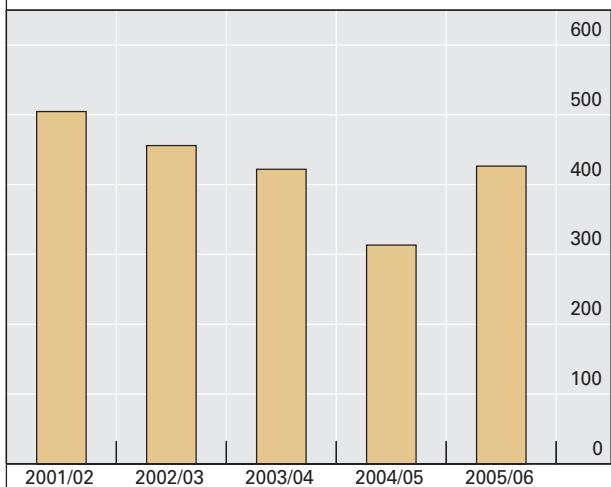
Dr. Philip Göth
Zurigo, 8 maggio 2006

Pavel Nemecek

Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni

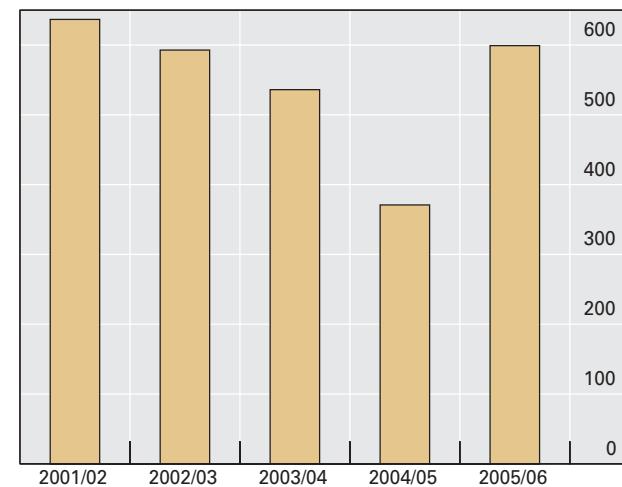
Utile operativo

In milioni di DSP



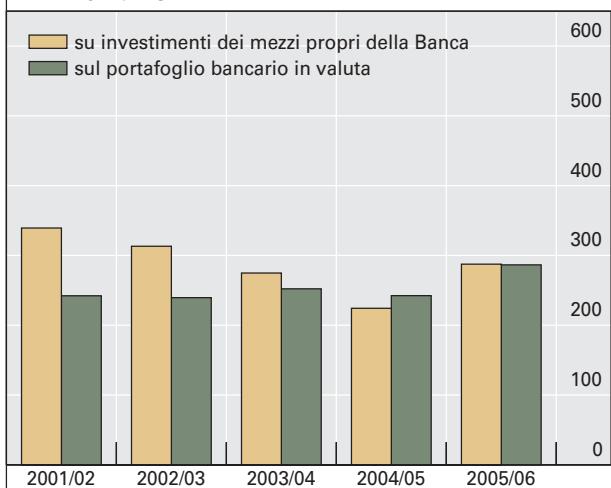
Utile netto

In milioni di DSP



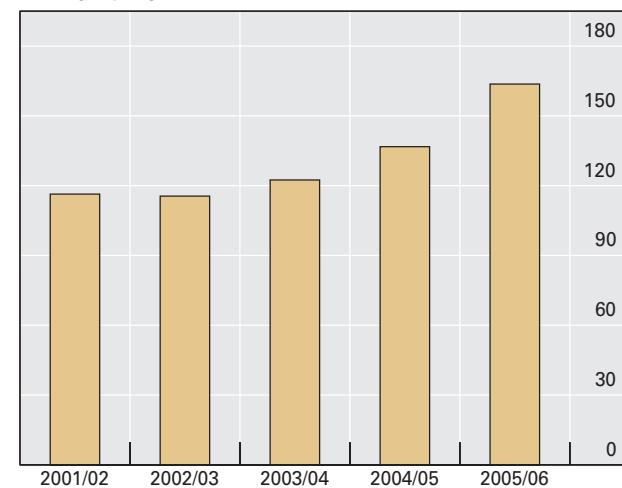
Interessi netti su investimenti in valuta

In milioni di DSP



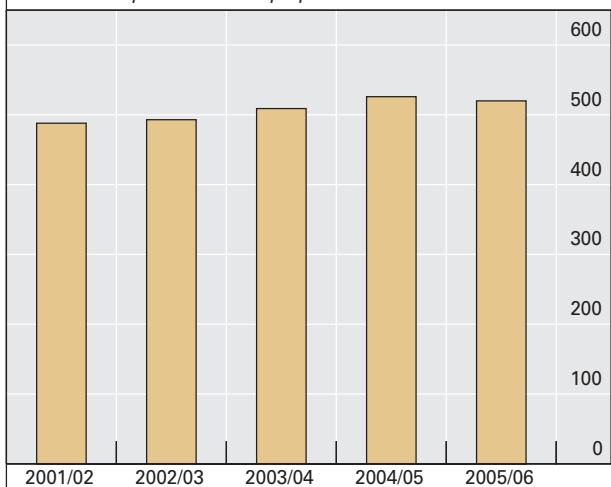
Depositi in valuta (media; in base alla data di valuta e al principio di competenza)

In milioni di DSP



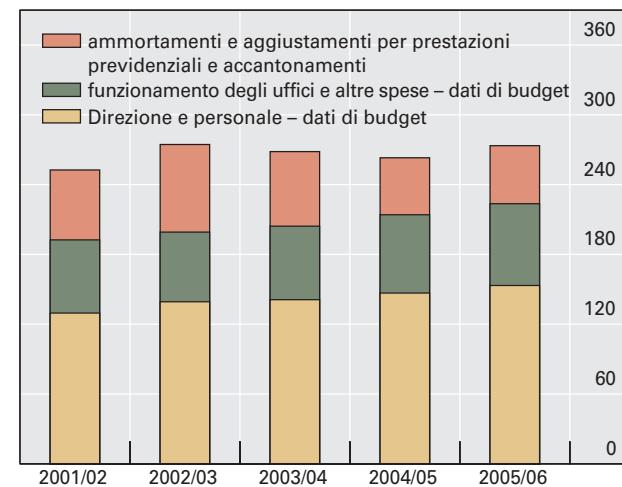
Numero medio di dipendenti

Posizioni equivalenti a tempo pieno



Costi operativi

In milioni di CHF



Nota: le informazioni finanziarie per il 2001/02 si basano sulle stime con migliore approssimazione.

