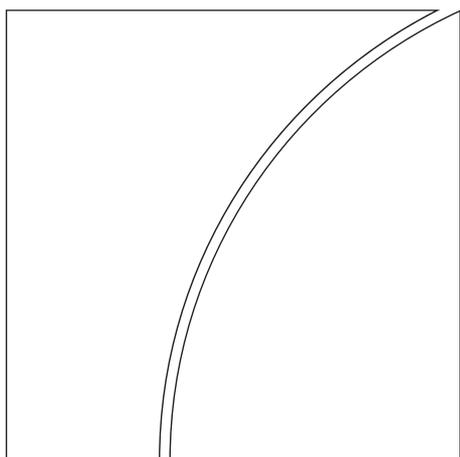




BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



77^a Relazione annuale

1° aprile 2006-31 marzo 2007

Basilea, 24 giugno 2007

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 2007. 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 92-9131-473-0 (stampa)

ISBN 92-9197-473-0 (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: come ricomporre i tasselli del mosaico	3
La domanda e l'offerta	5
Le condizioni monetarie e finanziarie	8
I tassi di cambio, gli squilibri mondiali e la gestione delle riserve	11
II. L'economia mondiale	13
Aspetti salienti	13
Rassegna dell'economia mondiale	14
<i>Quadro generale</i>	14
<i>Marcata redistribuzione dell'attività economica mondiale</i>	16
<i>"Distacco" del resto del mondo dalla crescita statunitense?</i>	18
<i>Miglioramento dei saldi di bilancio strutturali</i>	20
<i>Persistenza degli squilibri di fondo, malgrado la stabilizzazione dei saldi dei conti correnti</i>	21
I consumi delle famiglie nei paesi industriali avanzati	23
<i>Variazioni nella ricchezza e nell'indebitamento delle famiglie</i>	24
<i>"Finanziarizzazione" e consumi delle famiglie</i>	26
<i>Grado di resilienza dei bilanci delle famiglie</i>	27
<i>Ruolo delle passività latenti di bilancio</i>	29
<i>Prospettive per le variazioni nei consumi e nei risparmi delle famiglie</i> ...	30
Andamenti dell'inflazione	31
<i>Calo dell'inflazione generale con l'attenuarsi delle pressioni sui prezzi dell'energia</i>	31
<i>Persistente incertezza sulle pressioni inflazionistiche di fondo</i>	33
<i>Ruolo delle aspettative di inflazione</i>	36
Prospettive: una gradita moderazione della crescita e dell'inflazione?	37
III. Le economie di mercato emergenti	39
Aspetti salienti	39
Andamenti economici	40
<i>Prospettive e sfide sul piano delle politiche</i>	41
<i>Politica monetaria</i>	45
Aggiustamento fiscale a medio termine e gestione del debito	49
<i>Stabilizzazione e riduzione del debito</i>	49
<i>Gestione del debito</i>	51
Flussi valutari e prezzi delle attività nelle EME	52
<i>Fatti stilizzati</i>	52
<i>Implicazioni per i mercati delle attività nelle EME</i>	55
Il commercio con l'estero della Cina: fatti stilizzati e implicazioni	58
<i>I cambiamenti nella struttura dell'interscambio</i>	59
<i>Implicazioni a medio termine: come ha influito la Cina sulle opportunità commerciali?</i>	62
<i>Esposizione agli shock e resilienza delle EME asiatiche (esclusa la Cina)</i>	64
<i>Implicazioni per le politiche di cambio</i>	65

VII. Il settore finanziario nei paesi industriali avanzati	133
Aspetti salienti	133
Performance del settore finanziario	133
<i>Banche commerciali</i>	134
<i>Banche d'affari</i>	136
<i>Fondi speculativi</i>	137
<i>Compagnie di assicurazione</i>	138
Vulnerabilità	140
<i>Esposizione verso il mercato immobiliare</i>	140
<i>Immobili residenziali</i>	141
<i>Immobili commerciali</i>	142
<i>Finanziamento debitorio</i>	143
<i>Ciclo del credito</i>	145
L'internazionalizzazione dell'attività bancaria	147
<i>Tendenze e modelli operativi</i>	147
<i>Sfide poste dall'internazionalizzazione</i>	151
<i>Sfide microeconomiche</i>	152
<i>Sfide macroeconomiche</i>	153
VIII. Conclusioni: prevenire piuttosto che curare?	155
Problematiche di attualità per i responsabili delle politiche	156
Sfide nella formulazione di una risposta ufficiale	162
Quale direzione per le politiche?	166
Organizzazione, <i>governance</i> e attività della Banca	171
Consiglio di amministrazione	203
Dirigenti della Banca	204
Banche centrali membri della BRI	206
Situazioni dei conti	207
Relazione della Società di revisione	248
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni	249

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra il 30 maggio e il 7 giugno 2007.

Grafici

II.1	Andamenti macroeconomici a livello mondiale	13
II.2	Prezzi delle materie prime e ragioni di scambio	14
II.3	Fisionomia del rallentamento del mercato USA degli immobili residenziali	17
II.4	Domanda, prodotto e correlazioni nei mercati delle attività	18
II.5	Propensione al consumo	23
II.6	Attività e indebitamento delle famiglie	24
II.7	Episodi di calo dei prezzi delle attività	28
II.8	Inflazione generale e prezzi di alimentari ed energia	32
II.9	Indicatori della capacità inutilizzata e tendenze della produttività	33
II.10	Aspettative di inflazione	36
III.1	Prezzi delle materie prime e inflazione dei prezzi al consumo	42
III.2	Inflazione dei prezzi al consumo	44
III.3	Condizioni monetarie	45
III.4	Credito privato	46
III.5	Accumulo di riserve valutarie ed esiti monetari	48
III.6	Andamenti del debito	49
III.7	Andamenti delle finanze pubbliche	50
III.8	Flussi di capitali nei mercati emergenti	54
III.9	Prezzi delle attività	56
III.10	Volatilità delle varie classi di attività	56
III.11	Correlazioni nei mercati delle attività	58
III.12	Commercio estero	59
III.13	Interscambio della Cina in base ai partner commerciali e al tipo di beni	61
III.14	Interscambio della Cina in base al livello di sofisticatezza delle merci	61
III.15	Legami commerciali	64
IV.1	Stati Uniti: indicatori economici	67
IV.2	Stati Uniti: quadro previsionale della politica monetaria	68
IV.3	Area dell'euro: indicatori economici	70
IV.4	Comunicazione della BCE e incertezza del mercato	71
IV.5	Giappone: indicatori economici	72
IV.6	Giappone: deflazione e ripresa economica	74
IV.7	Obiettivi di inflazione e tassi ufficiali	75
IV.8	Politica monetaria, liquidità globale e inflazione	79
IV.9	<i>Output gap</i> , crescita monetaria e inflazione	81
IV.10	Obiettivi di crescita degli aggregati monetari	82
IV.11	Variazioni nella velocità di circolazione della moneta	83
IV.12	Tendenze della moneta e dei prezzi nelle economie industriali avanzate	84
IV.13	Giappone: ciclo <i>boom-bust</i> nel periodo 1982-1993	86
V.1	Tassi di cambio e differenziali di tasso di interesse	90
V.2	Tassi di cambio effettivi nominali	91
V.3	Tassi di cambio effettivi nominali dell'Asia emergente	91
V.4	Tassi di cambio effettivi reali correnti in una prospettiva di lungo periodo	92
V.5	Volatilità implicite	93
V.6	Emissioni obbligazionarie Uridashi e posizioni in futures su cambi ..	95
V.7	Tassi di cambio, rapporto <i>carry</i> -rischio e turnover in cambi	97
V.8	Tassi di cambio effettivi nominali dei paesi esportatori e prezzi delle materie prime	102
VI.1	Tassi di interesse	110
VI.2	Curve a termine	111
VI.3	Previsioni per il 2007 e misure del compenso per l'inflazione	112

VI.4	Tassi di interesse attesi e premi a termine	113
VI.5	Volatilità dei tassi di interesse USA a lungo termine	115
VI.6	Corsi azionari	116
VI.7	Volatilità e propensione al rischio nei mercati azionari	118
VI.8	Fusioni e acquisizioni e offerte pubbliche iniziali	119
VI.9	Valutazioni nei mercati azionari	120
VI.10	Differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie	121
VI.11	Mercato ipotecario statunitense	122
VI.12	Propensione al rischio nei mercati creditizi	124
VI.13	Emissioni di CDO	125
VI.14	Tassi di insolvenza, spread e utili societari	126
VI.15	Indicatori della situazione economico-finanziaria delle società	127
VI.16	Mercati emergenti	129
VI.17	Investimenti in attività dei mercati emergenti	130
VII.1	Espansione del credito	135
VII.2	Indicatori dell'attività e del rischio delle banche d'affari	137
VII.3	Dimensione, performance e grado di leva degli <i>hedge fund</i>	138
VII.4	Compagnie di assicurazione: portafoglio azionario e performance ...	139
VII.5	Esposizione delle banche verso il mercato immobiliare	140
VII.6	Mercato ipotecario USA	141
VII.7	<i>Private equity</i> : flussi monetari e performance	144
VII.8	Dimensioni e rischio dei finanziamenti di LBO	144
VII.9	Indicatori di solidità del sistema bancario	145
VII.10	Prezzo del rischio sui mercati obbligazionari e dei prestiti sindacati .	146
VII.11	Partecipazione delle banche estere nei mercati creditizi nazionali ...	148
VII.12	Attività sull'interno nei paesi ospitanti	149
VII.13	Finanziamento delle attività locali	150
VII.14	Mercato bancario internazionale	151

Tabelle

II.1	L'attuale ripresa mondiale in prospettiva	15
II.2	Esposizioni commerciali nei confronti degli Stati Uniti	19
II.3	Conti pubblici: andamento recente e proiezioni a medio termine	20
II.4	Saldi del conto corrente	22
II.5	Prezzi degli immobili residenziali e debito ipotecario	25
II.6	Indicatori della variabilità del reddito e dei consumi	27
II.7	Proiezione dell'impatto dell'invecchiamento della popolazione sulla spesa pubblica	30
II.8	Inflazione: variazioni e fattori determinanti	34
II.9	Crescita e inflazione	37
III.1	Crescita del prodotto, inflazione e saldo del conto corrente	40
III.2	Bilancia dei pagamenti	53
III.3	Quote commerciali dei paesi asiatici	60
IV.1	La crescita monetaria come anticipatore dell'inflazione di fondo	85
V.1	Differenziali di tasso di interesse, squilibri esterni e volatilità del cambio	96
V.2	Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali	99
V.3	Riserve valutarie e indicatori della loro adeguatezza	105
VII.1	Redditività delle maggiori banche	134
VII.2	Prezzi degli immobili commerciali	142

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.

77^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 24 giugno 2007*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la 77^a Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 2007.

L'utile netto di esercizio ammonta a DSP 639,4 milioni, a fronte di DSP 599,2 milioni del precedente esercizio. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 2006/07 sono riportati nella sezione "Utile netto e sua ripartizione", alle pagine 200-202.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'Articolo 51 dello Statuto della Banca, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di DSP 139,3 milioni al versamento di un dividendo di DSP 255 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 245 per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti DSP 50,0 milioni al Fondo di riserva generale, DSP 6,0 milioni al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo, pari a DSP 444,1 milioni, al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 2006/07 sarà pagabile agli azionisti il 2 luglio 2007.

Basilea, 8 giugno 2007

MALCOLM D. KNIGHT
Direttore generale

I. Introduzione: come ricomporre i tasselli del mosaico

L'andamento dell'economia mondiale negli ultimi anni, compreso il periodo da aprile 2006 a maggio 2007 considerato nella presente Relazione annuale, è stato straordinario. Il primo e più importante aspetto è che la crescita in termini reali si è mantenuta su livelli fra i più alti del dopoguerra. Alla maggiore prosperità hanno partecipato molti dei paesi più poveri al mondo, il che rappresenta un altro fatto positivo. Secondariamente, nonostante la rapida espansione e i significativi shock dei prezzi di molte materie prime, l'inflazione di fondo è generalmente rimasta su valori contenuti. I tassi di interesse reali e i premi al rischio di ogni genere hanno inoltre continuato a collocarsi su livelli insolitamente bassi. Infine, gli squilibri commerciali internazionali senza precedenti hanno potuto finora essere finanziati agevolmente e i tassi di cambio sono in genere risultati piuttosto stabili. Preso singolarmente, ciascuno di questi esiti potrebbe essere accolto con favore senza ulteriori riflessioni. Tuttavia, un siffatto insieme di circostanze è talmente straordinario da richiedere che ci si interroghi sulle sue origini e, cosa strettamente collegata, sulla sua sostenibilità.

Sono state avanzate varie ipotesi per spiegare parte dei fenomeni citati, ma nessuna di esse è in grado di chiarirli nel loro complesso. Ad esempio, l'idea di uno "sciopero degli investimenti" internazionale appare plausibile come spiegazione del basso livello dell'inflazione e dei tassi di interesse su scala mondiale. Tuttavia, essa mal si concilia con i tassi record segnati di recente dalla crescita reale. L'ipotesi che la "globalizzazione" rappresenti uno shock di offerta positivo con effetti moderatori sull'inflazione è anch'essa allettante, ma quali sarebbero in questo caso le forze che hanno contemporaneamente sostenuto la domanda e la crescita mondiale? Affermare semplicemente che l'offerta crea la propria domanda, argomentazione già di per sé discutibile nel breve periodo, significa parimenti non tenere conto di un aspetto importante, ossia che sebbene lo shock dal lato dell'offerta tragga in gran parte origine dalle economie emergenti, sono stati i paesi industriali avanzati, e soprattutto gli Stati Uniti, a trainare l'aumento della domanda. Quali fattori possono aver indotto questa configurazione asimmetrica e gli associati squilibri del commercio mondiale? Infine, è senz'altro probabile che la compresenza di bassa inflazione ed elevata crescita reale per un prolungato periodo di tempo sia stata favorita dalla "credibilità" di banche centrali vigili. Ma non può certo esserne questa l'unica spiegazione, dal momento che i tassi di interesse in termini reali sono rimasti così moderati e il ritmo di espansione del credito così sostenuto per la quasi totalità dell'ultimo decennio.

Eppure, benché singolarmente queste ipotesi presentino tutte delle lacune, congiuntamente esse potrebbero fornire una spiegazione coerente

dell'andamento favorevole dell'economia mondiale osservato negli ultimi anni. Si consideri per cominciare l'ipotesi dello sciopero degli investimenti, cioè della carenza di investimenti fissi *ex ante* rispetto al livello elevato di risparmi *ex ante*. Probabilmente il principale fattore all'origine di tale carenza negli ultimi anni sono stati i ridotti tassi di investimento registrati in molti paesi dopo i precedenti cicli di *boom-bust*. Gli investimenti delle imprese hanno cominciato a riguadagnare terreno in Giappone e Germania solo nell'ultimo anno circa, e stentano ancora a dare segnali in tal senso nel Sud-Est asiatico. In rapporto al PIL essi continuano inoltre a essere molto fiacchi negli Stati Uniti, dopo lo scoppio della bolla speculativa della "nuova era" alla fine degli anni novanta. In concomitanza con questa generale debolezza della domanda per investimenti, l'economia mondiale è stata interessata da un aumento significativo dell'offerta. Al riguardo, hanno avuto un ruolo cruciale la globalizzazione e il reingresso delle ex economie pianificate nel sistema di libero scambio. Ma una parte di primo piano hanno avuto anche gli incrementi di produttività collegati ai progressi tecnologici, specie nei settori informatico e della distribuzione. E l'interazione di questi fenomeni con la credibilità acquisita dalle banche centrali nella lotta contro l'inflazione negli anni ottanta ha fornito un ulteriore impulso disinflazionistico all'economia mondiale.

In considerazione dei bassissimi livelli di inflazione e, in certi paesi, dei veri e propri timori di deflazione derivanti da questa congiuntura, la politica monetaria nei paesi industriali avanzati è stata insolitamente accomodante per vari anni. Tale tendenza è stata rafforzata dalla percezione della necessità di reagire di fronte alle turbative finanziarie del 1997 (crisi dell'Est asiatico) e 1998 (dissesto di LTCM), nonché alla brusca caduta dei mercati azionari mondiali nel 2001. Ci si sarebbe potuto attendere che l'orientamento monetario espansivo dei paesi industriali provocasse una diminuzione dei loro tassi di cambio, accompagnata da uno speculare aumento dei tassi di cambio delle economie emergenti. Tuttavia, poiché anche queste ultime si sono trovate in un contesto di inflazione moderata e molti paesi hanno voluto accumulare riserve per "autoassicurarsi" contro l'eventualità di crisi future, si è determinata una generale riluttanza a permettere un simile aggiustamento. Sono stati effettuati massicci interventi sterilizzati, in particolare in Asia, mantenendo nel contempo condizioni monetarie molto espansive sull'interno. E, una volta reinvestite, le riserve accumulate hanno sostenuto il dollaro statunitense e sono andate ad accrescere la già ampia liquidità nei mercati finanziari dei paesi industriali.

Ma questi non sono gli unici fattori che hanno stimolato l'espansione mondiale della moneta e del credito negli ultimi anni. Così come l'economia reale ha subito profondi cambiamenti strutturali, anche il settore finanziario ha vissuto una trasformazione radicale. Hanno acquisito sempre maggiore preminenza nuove tecniche di gestione del rischio, nuovi strumenti e nuovi operatori, e l'accresciuta concorrenza ha fatto sì che ogni minima opportunità finanziaria fosse sfruttata al massimo nella ricerca di rendimento.

Tali sviluppi monetari e finanziari hanno stimolato la domanda aggregata, facendola aumentare parallelamente all'offerta mondiale. Nella presente Introduzione si vedrà come le singole forze descritte, ossia i tasselli del

mosaico, abbiano contribuito lo scorso anno a tale esito positivo. Un esito che va tuttavia considerato alla luce di almeno due osservazioni, sulle quali si tornerà nelle Conclusioni di questa Relazione annuale.

In primo luogo, vi è quantomeno la possibilità che il massiccio stimolo finanziario impartito alla spesa abbia inavvertitamente spinto l'economia mondiale, o una sua porzione considerevole, verso una situazione in cui potrebbero riemergere pressioni inflazionistiche. In secondo luogo, si può constatare come, in parte per effetto del suddetto stimolo monetario e finanziario, un numero crescente di variabili economiche e finanziarie stia deviando significativamente da quella che tradizionalmente può considerarsi la "norma". In particolare, le condizioni finanziarie distese hanno indotto un calo senza precedenti del saggio di risparmio delle famiglie negli Stati Uniti e un aumento, anch'esso senza precedenti, del saggio di investimento in Cina. Resta da vedere se i valori recentemente registrati finiranno per rivelarsi sostenibili, dando luogo a nuove "norme" in linea con i cambiamenti strutturali di fondo, o se invece saranno soggetti a una forma più tradizionale di riconvergenza verso la media.

La domanda e l'offerta

Negli ultimi dodici mesi circa l'economia mondiale ha continuato a espandersi rapidamente, e i connessi benefici sono stati avvertiti pressoché ovunque. La Cina e l'India hanno seguito a crescere a ritmi vertiginosi, trainando con sé buona parte dell'Asia, mentre i paesi produttori di petrolio hanno in generale segnato nuovi record in termini di incremento del reddito nazionale. Fatte salve poche eccezioni, i paesi dell'America latina e dell'Europa centrale e orientale hanno anch'essi prosperato. Grazie alla migliorata gestione macro-economica, ma anche ai più elevati prezzi delle materie prime, la crescita in ampie parti dell'Africa si è parimenti mantenuta su livelli atipicamente sostenuti.

Gli andamenti sono stati molto favorevoli anche nei principali paesi industriali, dove si sono avute nuove indicazioni di un auspicato riequilibrio della crescita, che si è ulteriormente accelerata in Giappone e nell'area dell'euro, mentre ha cominciato a flettere negli Stati Uniti. La Germania, in particolare, si è risvegliata con inaspettato dinamismo da un lungo periodo di torpore. Tuttavia, col progredire del periodo in rassegna hanno cominciato a intensificarsi i timori che l'economia statunitense potesse rallentare in misura eccessiva, con possibili ripercussioni sulla crescita in altre aree geografiche. Negli Stati Uniti la spesa per consumi ha iniziato a dare segni di cedimento solo dopo aver fatto registrare progressi molto rapidi. Per quanto fosse in certa misura prevedibile, questa decelerazione va probabilmente imputata anche al fatto che la crescita del reddito e dell'occupazione non avessero tenuto il passo e che i consumi fossero stati ampiamente finanziati tramite l'indebitamento e la riduzione del risparmio. Particolare preoccupazione ha destato la possibilità di un legame con il ciclo del mercato degli immobili residenziali, entrato in una fase nettamente discendente agli inizi del 2006.

Durante tutto lo scorso anno la costruzione di nuove abitazioni negli Stati Uniti si è drasticamente ridotta, mentre il rapporto fra abitazioni

invendute e vendite è salito a livelli non più osservati dai primi anni settanta. Benché l'impatto sull'occupazione nel settore dell'edilizia non si sia ancora avvertito appieno, la concomitante forte decelerazione dei prezzi delle case ha cominciato a esplicitare alcuni effetti. È chiaramente diminuita la capacità dei consumatori di utilizzare le plusvalenze immobiliari come garanzia per incrementare il debito e la spesa. Un aspetto strettamente collegato è che alcuni mutuatari di qualità creditizia non eccelsa hanno potuto onorare il servizio dei prestiti ipotecari soltanto rifinanziandosi in questo modo. Con il venir meno di tale possibilità molti di loro rischiano di perdere la casa, sicché potrebbe aumentare ulteriormente lo stock di abitazioni invendute. Fortunatamente, a tutt'oggi non sussistono chiare evidenze che questi sviluppi abbiano compromesso il clima generale di fiducia dei consumatori negli Stati Uniti, nonostante vi sia stato un primo inasprimento delle condizioni di erogazione del credito al consumo.

Sebbene si fosse sperato che negli Stati Uniti l'effetto di freno proveniente dal mercato delle abitazioni potesse essere controbilanciato dagli investimenti delle imprese, verso la fine del 2006 questi ultimi si sono contratti. Agli occhi di molti ciò è parso sorprendente, dal momento che il grado di utilizzo della capacità produttiva era in aumento, i profitti delle società molto elevati e le condizioni finanziarie ancora favorevoli. Inoltre, in altri paesi industriali avanzati, come la Germania e il Giappone, vi erano segnali di un miglioramento del clima di fiducia di imprese e investitori, se non già di una ripresa della fiducia dei consumatori e della spesa. Ma le decisioni di investimento devono fondarsi sulle aspettative di rendimento, e a questo riguardo gli indizi erano forse meno positivi. Nel 2006 i guadagni di produttività statunitensi hanno decelerato, il ritmo di incremento dei salari è aumentato e il tasso di crescita dei profitti nel settore non finanziario ha fortemente rallentato il passo. In prospettiva, è inoltre possibile che sulle aspettative di profitto abbia pesato il timore che, proprio nel momento in cui stanno per realizzarsi molti dei recenti enormi progetti di investimento della Cina, negli Stati Uniti la domanda per consumi venga a diminuire. E forse non solo negli Stati Uniti.

Di certo sta divenendo sempre più difficile ignorare la crescente influenza esercitata su scala mondiale dalla Cina e dall'India. Lo scorso anno la spesa per investimenti in Cina, in gran parte orientata all'esportazione, è stata pari a quasi il 45% del PIL. Per giunta, le imprese cinesi hanno continuato a risalire rapidamente la catena del valore, e stanno ora estendendo la loro attività a servizi prima considerati *non-tradable*. Anche l'India ha seguito a espandere il settore delle esportazioni nel periodo sotto rassegna. Sono anzi emerse indicazioni di una sua presenza più aggressiva nel comparto manifatturiero a integrazione di quella nei servizi informatici, per la quale il paese è già ben noto. Le società cinesi e indiane hanno iniziato a effettuare considerevoli investimenti diretti all'estero, nel caso della Cina con l'intento specifico, sembrerebbe, di assicurarsi la continuità dell'approvvigionamento in materie prime.

La rapida crescita della produttività in Cina ha fatto sì che a livello aggregato tanto i salari quanto i profitti abbiano potuto aumentare fortemente

senza pregiudicare la competitività, ma ancora una volta è stato espresso il timore che i salari non si stessero adeguatamente trasformando in spesa interna per consumi. La concentrazione sempre maggiore che è parsa caratterizzare i profitti, in contrasto con l'ampia diffusione della crescita degli investimenti, ha inoltre indotto a temere che venisse creata capacità eccedente e si facesse di conseguenza ancor più affidamento sulle esportazioni in caso di flessione degli investimenti interni. Sebbene nel corso del periodo in esame il governo cinese abbia preso misure amministrative e monetarie per raffreddare l'economia, le aspettative di crescita hanno continuato a essere riviste verso l'alto. Anche in India la politica monetaria è stata inasprita, ma l'economia ha proseguito a crescere molto rapidamente.

In tale contesto, lo scorso anno l'inflazione generale mondiale ha ulteriormente moderato il passo, benché sostanzialmente per effetto della parziale discesa dei prezzi dell'energia dai picchi toccati in precedenza. L'inflazione di fondo in Cina, Giappone e alcuni paesi dell'Europa continentale è stata relativamente bassa e stabile, mentre in varie economie emergenti dell'Asia e dell'America latina è risultata elevata o in crescita. Taluni hanno avvertito anche negli Stati Uniti un indesiderato, seppure lieve, rialzo dell'inflazione. Ciò nonostante, in quei paesi (inclusi gli Stati Uniti) dove le indagini o i mercati finanziari sono in grado di fornire informazioni sulle aspettative di inflazione a più lungo termine, queste si sono mantenute piuttosto stabili. Inoltre, nel periodo in rassegna non è emerso alcun solido indizio che stessero venendo meno i cali registrati negli anni recenti nella volatilità dell'inflazione e nella trasmissione all'inflazione degli shock dal lato dei costi.

Risulta nondimeno assai sorprendente che nei paesi industriali si sia mantenuto lo scorso anno un quadro di inflazione stabile, malgrado l'evidenziarsi di un restringimento dei margini di capacità inutilizzata. A fine 2006 molti esponenti giapponesi ritenevano che l'economia interna operasse al di sopra della piena capacità produttiva, le autorità statunitensi stimavano che il loro paese fosse in situazione di piena capacità e si valutava che l'area dell'euro in aggregato si stesse avvicinando a tale situazione a seguito di un marcato calo del tasso di disoccupazione. Se da un lato l'aumento e la stabilità dei costi unitari del lavoro osservati rispettivamente negli Stati Uniti e in molti paesi europei potrebbero reputarsi coerenti con tali andamenti, dall'altro appare rimarchevole la prolungata debolezza dei salari in Germania e Giappone. Infine, nel corso dell'anno sono progressivamente aumentati i dubbi circa il protrarsi delle spinte disinflazionistiche globali provenienti dalle economie emergenti. Nel periodo in esame le autorità cinesi e indiane hanno fatto riferimento a un surriscaldamento delle proprie economie e, come già accennato, hanno preso misure concrete per fronteggiarlo.

I prezzi delle materie prime hanno in parte favorito e in parte contrastato la moderazione delle pressioni inflazionistiche. È stato senz'altro di aiuto l'arretramento dei prezzi dell'energia, dopo il forte aumento nella prima metà del 2006. Meno propizio è risultato invece il livello persistentemente elevato dei corsi di molte altre materie prime, in certa misura dovuto alla rapida crescita dei costi di prospezione, estrazione e lavorazione. Ma il fattore in assoluto meno positivo è stato forse il rincaro di vari alimentari di base,

provocato, oltretutto dalla siccità, dalla scelta di diversificare la destinazione di taluni raccolti dirottandone una quota dal settore alimentare a quello della produzione di carburante.

Le condizioni monetarie e finanziarie

In un contesto caratterizzato da una crescita vigorosa, ma da un'inflazione ancora contenuta e aspettative inflazionistiche stabili, la politica monetaria nei paesi industriali è stata inasprita moderatamente. Negli Stati Uniti i tassi di riferimento, che erano stati aumentati a ritmo misurato a partire dagli inizi del 2004, sono rimasti invariati dal giugno 2006. La BCE ha accresciuto i tassi in misura più sostanziale, partendo tuttavia da un livello basso. In Giappone si è conclusa la politica del tasso zero, ma il tasso di riferimento è stato innalzato ad appena lo 0,5% in febbraio. I tassi ufficiali sono cresciuti anche in termini reali (*ex post*) e si situano attualmente intorno al valore ritenuto coerente con una crescita pari al potenziale negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, ma ancora ben al disotto di esso in Giappone.

In base ad alcuni indicatori, tuttavia, le condizioni monetarie e finanziarie complessive nei paesi industriali sono rimaste decisamente accomodanti. La crescita del credito nel G3 ha toccato un massimo del 10% circa a metà 2006, ed è in seguito rallentata solo in misura assai modesta. I tassi di interesse reali a lungo termine sono anch'essi aumentati, ma molto meno di quelli ufficiali. Di fatto, alla fine del periodo in esame essi non risultavano più alti che a metà 2004, all'inizio della fase restrittiva. Alcuni osservatori hanno fatto rilevare che l'inversione della curva dei rendimenti è stata in passato un segnale affidabile di un'imminente recessione. Altri hanno invece preferito dare un'interpretazione diversa a questo fenomeno: il più recente calo dei tassi a lunga sembrerebbe riflettere in misura maggiore del consueto una riduzione dei premi (di rischio) a termine, piuttosto che l'attesa di una diminuzione dei tassi a breve.

L'"enigma" dei premi a termine sui tassi obbligazionari a lunga scadenza potrebbe in parte spiegarsi con l'effetto di stimolo esercitato su scala globale dalle autorità monetarie, unitamente a una pronunciata disponibilità dei settori sia privato sia pubblico ad assumere rischi di cambio. I tassi ufficiali relativamente bassi in molte parti del mondo industriale, ma in special modo in Svizzera e Giappone, hanno favorito il protratto afflusso di ingenti capitali verso varie economie emergenti e paesi industriali con rendimenti più elevati. Tramite operazioni di *carry trade* si sono mutuati fondi nelle valute a basso rendimento al fine di investirli in quelle ad alto rendimento, oppure nei paesi per i quali si prevedeva un aumento dei prezzi delle attività o del valore esterno della moneta nazionale. Vari flussi finanziari di natura diversa hanno prodotto effetti analoghi, in particolare gli investimenti esteri al dettaglio effettuati su larga scala dai residenti giapponesi, o ancora l'indebitamento in valuta estera da parte delle famiglie dell'Europa centrale e orientale, volto a finanziare prestiti ipotecari. Tra i fattori che hanno favorito tale fenomeno sono state altresì citate le migliorate grandezze macroeconomiche fondamentali, in particolare gli avanzi commerciali, di molti dei paesi destinatari, tra i quali

figuravano tuttavia anche economie caratterizzate da un conto corrente in netto peggioramento e talvolta da altri indicatori negativi.

Questi afflussi di capitali hanno assunto varie forme, andando a intensificare le spinte al rialzo su corsi azionari e prezzi immobiliari già innescate sull'interno dalle condizioni monetarie relativamente accomodanti. Malgrado gli elevati livelli delle riserve e i diffusi avanzi di parte corrente, tali andamenti hanno cominciato a destare preoccupazione per quei paesi, specie in Asia, che erano già stati colpiti da crisi collegate ai flussi di capitali. Forse grazie agli insegnamenti del passato, si è osservata una disponibilità significativamente maggiore a lasciare che le valute interessate dalle pressioni rialziste si apprezzassero. Al riguardo, sono degni di nota gli esempi di Corea, Thailandia e Brasile. Ciò nonostante, in alcuni paesi si è comunque fatto un uso massiccio di interventi sterilizzati, che hanno portato nel 2006 a una variazione delle riserve mondiali doppia rispetto all'anno precedente. Molti paesi hanno inoltre allentato la politica monetaria, o sono stati restii a inasprirla, per paura di attirare ulteriori capitali dall'estero. Varie economie emergenti sono ricorse *in extremis* a misure amministrative, vuoi per ridurre gli afflussi e attenuare il problema della sterilizzazione, vuoi per incoraggiare la fuoriuscita di capitali.

La compresenza di una politica monetaria relativamente accomodante e di una propensione considerevole agli investimenti di portafoglio – concretizzatasi in acquisti di titoli dei mercati emergenti da parte del settore privato, e acquisti ancora maggiori di obbligazioni dei principali paesi industriali da parte dei gestori delle riserve – sembra aver esercitato ovunque pressioni al ribasso sui premi a termine. A ciò va aggiunto, per quel che riguarda i paesi industriali, l'influsso di un altro fattore. I fondi pensione e le compagnie di assicurazione, che presentano passività con scadenze lontane, hanno acquistato ingenti quantitativi di obbligazioni a lungo termine per "immunizzarsi" contro il rischio di movimenti dei tassi di interesse e di variazione dei corsi. Sebbene sia impossibile stimarne l'importanza relativa, entrambi questi fattori hanno un effetto di compressione sui premi al rischio a più lungo termine.

Il livello relativamente basso dei tassi privi di rischio nel corso dell'ultimo anno ha certamente rafforzato l'opinione prevalente secondo cui vi era mondialmente una grande abbondanza di liquidità, ossia era possibile ottenere credito a basso costo e a condizioni di norma meno stringenti che in passato. Ma anche gli sviluppi istituzionali interni al settore finanziario hanno consolidato la percezione, e l'effettiva offerta, di una maggiore quantità di credito: i cambiamenti a livello regolamentare e tecnologico hanno modificato la gamma di opportunità disponibili, mentre i cambiamenti a livello di mentalità hanno modificato le scelte di fatto.

Numerosi sono gli esempi di novità in campo finanziario, non da ultimo nel settore del credito alle famiglie. Le condizioni per la concessione di mutui ipotecari sono state allentate pressoché ovunque, grazie sia alla deregolamentazione in molti paesi, sia alla diffusione mondiale delle tecniche di *scoring* collaudate negli Stati Uniti. Proprio negli Stati Uniti e in vari altri mercati hanno avuto accesso per la prima volta al credito ipotecario e di altro tipo molti individui che ne erano stati esclusi. Sin verso la fine del periodo in esame si è generalmente ritenuto che questo fosse uno sviluppo

salutare a sostegno della proprietà della casa. Solo negli ultimi mesi, come già accennato, si è iniziato a percepirne i risvolti negativi.

Di fronte ai nuovi sviluppi intervenuti nel settore finanziario nel corso dell'anno, le autorità di vigilanza hanno ripetutamente invitato le banche di investimento a inasprire i termini per l'erogazione del credito alla clientela – in particolare agli *hedge fund* e alle società di *private equity* – e a sorvegliare più rigorosamente le esposizioni verso le controparti. Con l'avanzare dell'anno, gli stessi *hedge fund* si sono fatti sempre più attivi nel finanziamento di imprese rischiose tramite l'acquisto di *collateralised debt obligation*, prestiti a mutuatari altamente indebitati e prodotti derivati ad alto rischio. E il livello record di fusioni e acquisizioni, con una partecipazione senza precedenti di società di *private equity*, ha contribuito a un'offerta sempre maggiore degli strumenti più ricercati. È possibile che fra i motivi all'origine di questa evoluzione figurasse la percezione che i rischi incorsi fossero di fatto diminuiti, considerato il favorevole contesto macroeconomico. Tuttavia, sembra essere intervenuto anche un secondo fattore, ossia la crescente disponibilità da parte di praticamente tutti gli investitori, compresi fondi pensione e fondi di investimento, ad assumersi un rischio maggiore nella ricerca di maggiori rendimenti.

Come mai tanta propensione al rischio? La prima e più ovvia spiegazione è che il livello relativamente basso dei tassi privi di rischio ha incoraggiato comportamenti di questo tipo, in particolare da parte di investitori istituzionalmente impegnati a realizzare alti tassi di rendimento. Una seconda spiegazione deriva dall'accresciuta concorrenza fra i fornitori di capitali. Ad esempio, lo scorso anno sono calati gli indici di rendimento degli *hedge fund* e molti di questi sono stati costretti a uscire dal mercato, mentre quelli rimanenti hanno adottato strategie più aggressive. La stessa motivazione è stata menzionata persino nel caso di banche altamente redditizie, le quali avrebbero assunto comportamenti competitivi nel timore che altri istituti bancari conseguissero risultati migliori. La terza spiegazione, forse la più importante, è che sempre più spesso i prestatori adottano un modello operativo che prevede il successivo trasferimento dell'esposizione creditoria ad altri soggetti, mediante cartolarizzazioni o strumenti derivati. Ciò solleva chiaramente un importante problema di mandante-mandatario. Cosa potrebbe succedere se i creditori originari non avvertissero più la necessità di esercitare la dovuta diligenza e gli acquirenti finali non disponessero delle competenze o delle informazioni necessarie a gestire i rischi insiti negli strumenti complessi in cui hanno investito?

Le implicazioni per i prezzi delle attività lo scorso anno appaiono analoghe a quelle degli anni precedenti: le quotazioni si sono generalmente mosse al rialzo, proseguendo una tendenza in atto da circa la metà del 2003, allorché i tassi ufficiali nei principali paesi industriali si situavano ai minimi. I prezzi degli immobili residenziali sono aumentati significativamente in gran parte dei paesi. I mercati azionari mondiali hanno toccato livelli record. I differenziali di rendimento degli strumenti relativamente rischiosi, compresi i titoli di debito di mutuatari sovrani, sono rimasti ai minimi. E i mercati dei vini d'annata, dei francobolli e delle opere d'arte hanno raggiunto vette senza precedenti. All'opposto, il prezzo da pagare per assicurarsi l'accesso alla

liquidità sotto forma di opzioni per l'acquisto o la vendita di strumenti di vario genere ha continuato a essere molto basso.

Eppure, malgrado questa evoluzione complessivamente positiva, nel periodo in rassegna sono emersi segnali di un possibile cambiamento imminente nel ciclo del credito. I prezzi di gran parte delle attività finanziarie hanno fatto registrare forti perdite nell'aprile e nel maggio 2006, per poi riguadagnare prontamente terreno. Un'ulteriore fase di turbolenza, benché meno pronunciata, si è verificata alla fine di febbraio di quest'anno. Sebbene anche questa volta vi abbia fatto seguito una ripresa, i crescenti timori per le prospettive del mercato delle abitazioni e più in generale per l'economia negli Stati Uniti hanno evocato lo spettro di possibili ripercussioni finanziarie a venire. Nelle Conclusioni di questa Relazione annuale saranno esposte alcune riflessioni su ciò che questi e altri indicatori potrebbero preannunciare per l'economia mondiale.

I tassi di cambio, gli squilibri mondiali e la gestione delle riserve

I timori per un'eventuale reazione disordinata del mercato di fronte agli squilibri internazionali di parte corrente si sono in certa misura attenuati lo scorso anno grazie alla stabilizzazione del rapporto fra disavanzo commerciale e PIL negli Stati Uniti, al lieve riequilibrio della crescita della domanda su scala mondiale, alla ripresa della tendenza discendente del valore effettivo del dollaro statunitense e alla protratta bassa volatilità dei principali tassi di cambio. Per quanto concerne le altre valute maggiori, anche l'ulteriore incremento di valore dell'euro, seppur non del tutto gradito ai diretti interessati, è parso favorire una riduzione degli squilibri esterni.

Meno incoraggianti sono stati invece il livello persistentemente elevato del disavanzo corrente USA, il crescente debito estero del paese e il fatto che il tasso di cambio effettivo reale del dollaro abbia terminato l'anno appena 5 punti percentuali al di sotto della sua media trentennale. A ciò si aggiunga il protratto deprezzamento dello yen, malgrado l'ampio avanzo di parte corrente e le ingenti riserve valutarie del Giappone, collocate precedentemente intorno a un trilione di dollari. Fra le valute che si sono apprezzate poco o nulla, o hanno addirittura perso terreno in termini effettivi, figurano anche quelle di alcuni fra i principali produttori di petrolio e il renminbi cinese, il quale è tuttavia aumentato a ritmi più serrati nei confronti del dollaro. Ma poiché si è trattato delle monete di paesi che presentavano surplus di parte corrente ampi e talvolta persino in crescita, neanche queste variazioni sono servite a ridurre gli squilibri commerciali internazionali.

Un'altra fonte di preoccupazione emersa lo scorso anno in relazione ai principali rapporti di cambio è la possibilità che i maggiori detentori di riserve ufficiali modifichino le loro politiche di gestione. Poiché le consistenze delle riserve hanno continuato a crescere oltre i livelli potenzialmente necessari a soddisfare le esigenze di liquidità, le autorità di vari paesi hanno annunciato l'introduzione di modifiche istituzionali volte a favorire la ricerca di rendimenti più alti, anche a costo di assumere rischi maggiori. Se da un lato questa scelta potrebbe senz'altro influire in futuro sul prezzo di varie classi di attività,

estendendo di fatto l'attuale fase di esuberanza del ciclo del credito, dall'altro è meno chiaro quali implicazioni potrebbe avere sui tassi di cambio. I motivi di ciò sono discussi nelle Conclusioni.

In ogni caso, l'istituzione lo scorso anno dei cosiddetti *wealth fund* o "fondi di ricchezza" da parte di vari paesi è stata accompagnata da dichiarazioni rassicuranti secondo cui i rischi continueranno a essere gestiti in maniera prudente. Quel che forse più conta, si è lasciato intendere che i responsabili della gestione delle crescenti riserve ufficiali mondiali continueranno a tenere in seria considerazione le implicazioni più generali per l'ordinato funzionamento del sistema finanziario internazionale. Alla luce dei trascorsi storici, è a un tempo importante e auspicabile che i creditori e i debitori divengano maggiormente consapevoli di quanto le loro sorti siano oggi strettamente interconnesse.

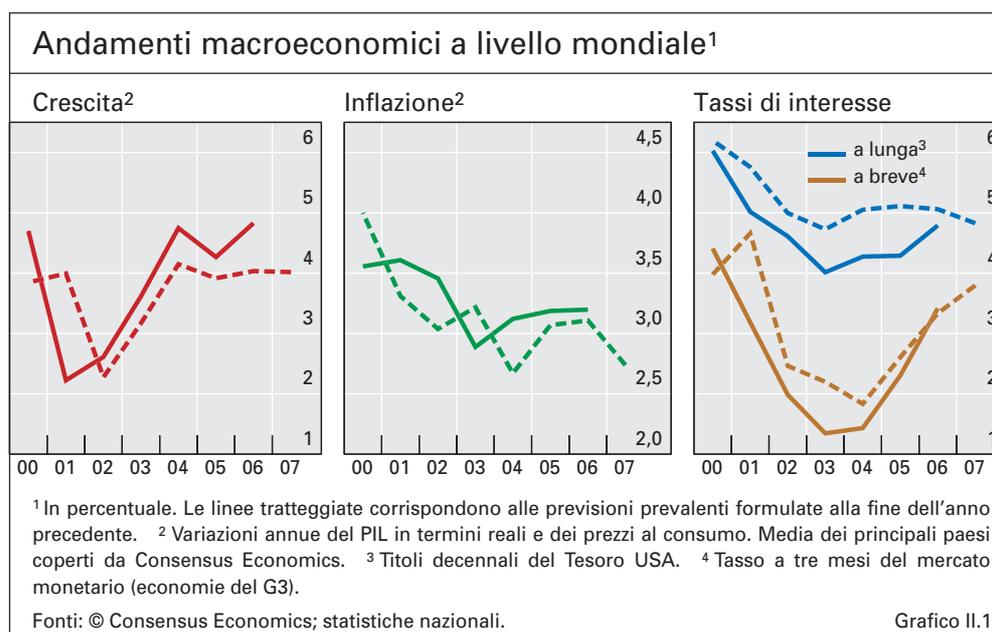
II. L'economia mondiale

Aspetti salienti

Nel 2006 l'economia mondiale ha nuovamente mostrato un sorprendente vigore (grafico II.1). Esso si deve alla buona tenuta dei consumi statunitensi nonostante l'indebolimento del mercato degli immobili residenziali, alla ripresa diffusa in altri paesi industriali avanzati e al protrarsi di una rapida crescita nei paesi emergenti. L'inflazione si è mantenuta su livelli contenuti; in particolare, l'indice generale dei prezzi ha registrato una diminuzione nella seconda parte dell'anno. Tuttavia, sono proseguite le spinte inflazionistiche di fondo, in un contesto di tassi di utilizzo delle risorse elevati o in aumento nelle principali economie.

Le proiezioni prevalenti per il 2007 indicano un'espansione economica di ampia portata, un allentamento delle pressioni inflazionistiche e una graduale riduzione degli squilibri di parte corrente. Tale scenario è confortato dai crescenti segnali di una ripresa classica nell'area dell'euro e in Giappone, con le esportazioni che portano a un incremento degli investimenti e, quindi, dell'occupazione e dei consumi. Anche la vigorosa domanda interna nelle principali economie emergenti appare incoraggiante.

Nondimeno, lo scenario di base rimane soggetto a rischi significativi per il breve periodo. L'impatto del rallentamento del mercato immobiliare statunitense potrebbe non essere stato ancora interamente avvertito. Se da un lato l'Europa e l'Asia sembrano dipendere meno dall'espansione degli Stati Uniti rispetto a qualche anno fa, dall'altro sussistono interrogativi circa la robustezza dei consumi in tali regioni, e in generale nei paesi industriali avanzati. Al contempo, non è chiaro se le spinte inflazionistiche siano state



contenute. Le condizioni di finanziamento, che hanno continuato a sostenere la crescita, potrebbero finire per inasprirsi, soprattutto qualora dovessero aumentare i rischi di inflazione percepiti.

Rassegna dell'economia mondiale

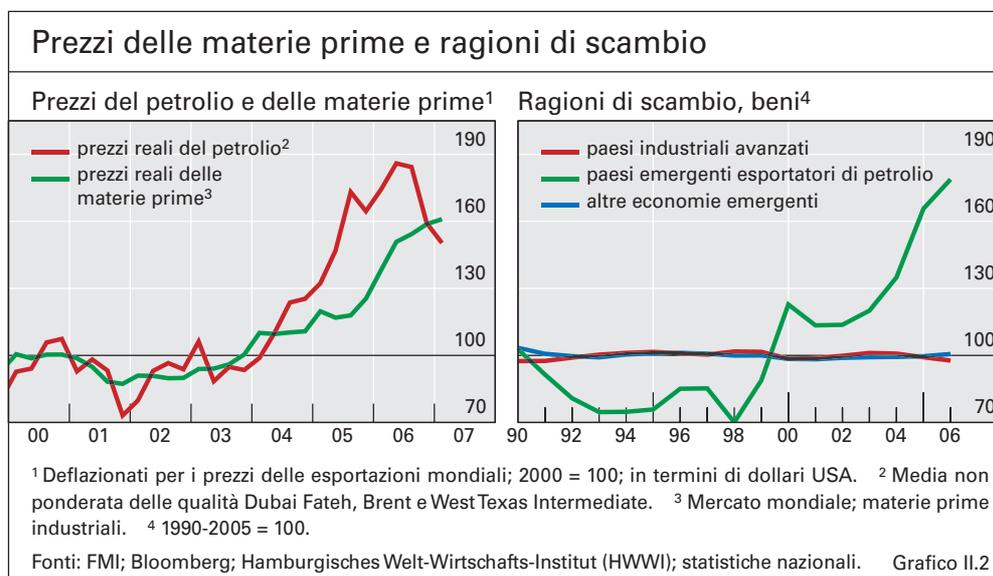
Quadro generale

Anche nel 2006 l'economia mondiale ha beneficiato della compresenza di una forte crescita e di un'inflazione moderata. Il prodotto complessivo mondiale ha evidenziato un tasso di espansione del 5½%, segnando una crescita superiore al 4% per il quarto anno consecutivo. Il vigore economico è stato più diffuso rispetto agli anni precedenti. Pressoché tutti i paesi industriali avanzati sono cresciuti a tassi pari o superiori a quelli tendenziali e le principali economie emergenti in Asia e America latina hanno mostrato ritmi di sviluppo notevoli. I paesi esportatori di materie prime hanno beneficiato di un miglioramento delle ragioni di scambio rispetto al 2005. Mentre i corsi del petrolio sono calati verso la fine del 2006, i prezzi di molte altre materie prime sono aumentati ulteriormente (grafico Il.2). Nonostante la rapida espansione, tuttavia, l'incremento dei prezzi al consumo a livello mondiale è rimasto contenuto.

La bilancia dei rischi macroeconomici è mutata nel corso dell'anno. Nella prima metà del 2006 la vivace espansione aveva suscitato preoccupazioni quanto alla possibilità che l'economia mondiale stesse raggiungendo la velocità massima. Tra febbraio e agosto le quotazioni del greggio erano salite di oltre il 35% in termini di dollari, sostenute dalla persistente rapida crescita della domanda. Inoltre, i segnali di un assottigliarsi del margine di capacità inutilizzata nelle principali economie avevano generato timori di un surriscaldamento. Le aspettative di inflazione a lungo termine nei mercati finanziari erano temporaneamente aumentate, in particolare negli Stati Uniti (Capitolo IV), e in maggio la volatilità dei mercati finanziari aveva mostrato un brusco, seppur breve, incremento (Capitolo VI).

Proseguono la forte crescita e la moderata inflazione

La bilancia dei rischi passa da un surriscaldamento ...



... a una crescita debole

Nella seconda metà dell'anno, di fronte alle sempre maggiori indicazioni di un indebolimento dell'espansione statunitense, si sono fatti più evidenti i rischi al ribasso per la crescita economica. Al contempo, le preoccupazioni circa i rischi di inflazione a breve termine si sono attenuate allorché i corsi petroliferi hanno cominciato a diminuire. Dopo aver raggiunto un massimo di oltre \$75 al barile in agosto, a fine 2006 i prezzi a pronti del greggio erano scesi del 25% circa. Tale diminuzione e la connessa flessione dei prezzi del carburante hanno sostenuto la spesa per consumi verso il volgere dell'anno, specie negli Stati Uniti.

L'attuale ripresa differisce da quelle precedenti

La fase ascendente degli ultimi quattro anni differisce per numerosi aspetti da quella del 1994-97, allorché l'economia mondiale registrò un altro periodo di quattro anni consecutivi di crescita pari o superiore al tasso tendenziale (tabella II.1). In primo luogo, rispetto ad allora le economie

L'attuale ripresa mondiale in prospettiva				
In percentuale e punti percentuali				
	Ripresa attuale		Ripresa precedente	
	2003-06 ¹	2006	1994-97 ¹	1997
Crescita del PIL mondiale	4,9	5,4	4,0	4,2
Contributi alla crescita del PIL mondiale ²				
Paesi industriali avanzati	1,3	1,5	1,7	1,8
Stati Uniti	0,7	0,7	0,8	0,9
Economie emergenti	3,6	3,9	2,3	2,4
Cina	1,4	1,5	0,9	0,9
Contributi alla crescita del PIL dei paesi industriali avanzati ³				
Domanda delle famiglie ⁴	67,4	52,2	60,2	51,0
Investimenti residenziali	7,4	0,2	4,1	0,4
Domanda delle imprese ⁵	24,3	31,5	29,9	35,3
Variatione dei corsi petroliferi in termini reali ^{6, 7}	93,8	14,1	10,5	1,0
Variatione dei prezzi delle materie prime in termini reali ^{6, 8}	66,6	25,4	15,4	5,3
Tassi di interesse in termini reali ^{9, 10}				
A breve termine (tassi ufficiali)	0,6	1,3	0,0	2,2
A lungo termine (titoli del Tesoro decennali)	-0,7	1,9	1,1	3,6
Indicatori delle finanze pubbliche ^{9, 11}				
Saldo finanziario strutturale ¹²	1,8	-1,9	2,4	-1,6
Debito pubblico lordo ¹³	6,9	85,8	7,1	77,2
Credito al settore privato ^{9, 13}	12,0	134,5	2,0	105,7

¹ Per la crescita del PIL e i contributi alla crescita del PIL, media annua; per gli altri indicatori, variazione cumulata. ² In punti percentuali. ³ In percentuale della crescita totale del PIL. ⁴ Spesa privata per consumi finali, più investimenti fissi lordi privati residenziali. ⁵ Investimenti fissi lordi privati al netto di quelli residenziali. ⁶ Deflazionati per i prezzi all'esportazione mondiali. ⁷ Media non ponderata delle qualità Dubai Fateh, Brent e West Texas Intermediate. ⁸ Mercato mondiale; materie prime industriali, in termini di dollari USA. ⁹ Media di Stati Uniti, area dell'euro e Giappone, ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. ¹⁰ Deflazionati per il deflatore dei consumi individuali (Stati Uniti) o per i prezzi al consumo (area dell'euro e Giappone). ¹¹ Amministrazioni pubbliche. ¹² Saldo finanziario corretto per gli effetti del ciclo economico, in percentuale del PIL potenziale. ¹³ In percentuale del PIL.

Fonti: FMI; OCSE; Bloomberg; HWWI; statistiche nazionali.

Tabella II.1

emergenti, in particolare dell'Asia, hanno fornito all'espansione mondiale un contributo di 1¼ punti percentuali più elevato. In larga misura ciò rispecchia la vivacità dell'economia cinese, ma, più in generale, sembra che le sostanziali riforme attuate abbiano rafforzato la crescita in diversi mercati emergenti (Capitolo III). In secondo luogo, nonostante gli aumenti relativamente moderati del reddito reale nei paesi industriali avanzati, rispetto alla ripresa precedente la domanda delle famiglie ha svolto un ruolo ben più significativo (e la spesa delle imprese un ruolo meno significativo) per l'espansione in tali economie.

In terzo luogo, le condizioni di finanziamento sono rimaste molto più favorevoli rispetto a una decina di anni fa. I tassi di interesse reali a lungo termine non sono aumentati nonostante la forte espansione mondiale e la graduale rimozione dell'orientamento accomodante di politica monetaria dal 2004. Il basso livello dei tassi di interesse ha sostenuto le valutazioni delle attività finanziarie e reali in tutto il mondo (Capitolo VI). Inoltre, esso si è associato a una rapida crescita del credito e a un sostanziale incremento del grado di finanziarizzazione (Capitolo VII). Di conseguenza, i rapporti credito/PIL hanno raggiunto nuovi massimi storici in termini aggregati. Infine, i disavanzi di bilancio strutturali sono diminuiti anche durante l'attuale ripresa, ma in misura minore rispetto alla metà degli anni novanta.

In particolare, le condizioni di finanziamento rimangono propizie

Marcata redistribuzione dell'attività economica mondiale

Nel 2006 sono cambiati i motori dell'espansione mondiale. La crescita del prodotto negli Stati Uniti è rallentata, passando da un tasso annuo di oltre il 4% nei primi due trimestri 2006 a circa il 2% nella seconda metà dell'anno e all'1¼% nel primo trimestre 2007. Al contempo, la crescita della domanda si è intensificata o consolidata nella maggior parte delle altre economie avanzate, compresi area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Canada. L'incremento della domanda interna ha continuato ad avere un ruolo importante anche nelle principali economie emergenti dell'Asia, dell'Europa centrale e orientale e dell'America latina (Capitolo III).

Nel 2006 cambiano i motori della crescita mondiale

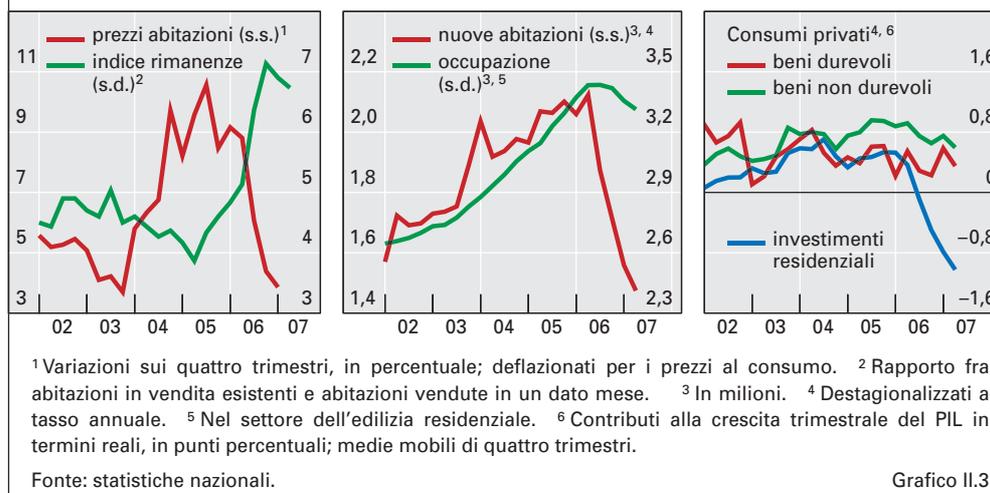
Il fattore principale alla base del rallentamento della crescita statunitense è stato il brusco calo dell'attività nel mercato immobiliare. Le nuove abitazioni sono diminuite del 35% nel 2006 e lo stock di quelle invendute ha segnato un netto incremento (grafico II.3). Gli investimenti in edilizia residenziale, che avevano fornito un contributo di circa ½ punto percentuale alla crescita del PIL nel 2005, vi hanno sottratto in media più di un punto percentuale su base annua nella seconda metà del 2006. Nondimeno, l'economia statunitense ha continuato a espandersi a un ritmo moderato e i consumi non sembrano aver risentito particolarmente della decelerazione del mercato immobiliare.

Il rallentamento del mercato immobiliare USA ...

L'attuale calo del mercato immobiliare statunitense appare pronunciato, seppur più contenuto di quello precedente dei primi anni novanta. Le nuove abitazioni costruite e le nuove abitazioni vendute hanno entrambe evidenziato finora una diminuzione pari a quasi il 40%, contro il 60 e il 55% rispettivamente nel ciclo precedente. Di fatto, nel primo trimestre 2007 esse hanno continuato ad aggirarsi intorno ai loro livelli medi di lungo periodo. Le scorte di nuove abitazioni invendute sono sembrate raggiungere un punto di svolta superiore, pur rimanendo storicamente elevate.

... appare ancora contenuto rispetto al precedente ...

Fisionomia del rallentamento del mercato USA degli immobili residenziali



... e il suo impatto è limitato dall'aumento del valore delle attività

I persistenti incrementi della ricchezza e del reddito delle famiglie hanno attutito l'impatto del ribasso del mercato immobiliare sui consumi. I prezzi delle abitazioni in termini reali sono scesi in alcune aree dove si erano osservati aumenti particolarmente pronunciati, ma a livello nazionale non hanno fatto altro che stabilizzarsi. Al contempo, come si vedrà in seguito, il valore delle attività finanziarie delle famiglie statunitensi ha continuato a crescere a ritmi sostenuti e, cosa forse ancor più importante, la disoccupazione si è mantenuta su livelli modesti. Anche nel settore dell'edilizia residenziale, che rappresenta circa il 2½% dell'occupazione complessiva negli Stati Uniti, l'occupazione è rimasta stabile. Essa sembra anzi notevolmente elevata rispetto all'attuale livello delle costruzioni di nuove abitazioni.

Segnali di una ripresa classica nell'area dell'euro

Per la prima volta dal 2002, nella seconda metà dello scorso anno la crescita dell'area dell'euro ha superato quella degli Stati Uniti. La ripresa sembra avere seguito il profilo classico di un incremento delle esportazioni, un successivo recupero degli investimenti delle imprese e dell'occupazione, e infine, benché in misura moderata, un aumento dei consumi privati. Il tasso di disoccupazione è sceso al disotto dei livelli osservati nel 2001, all'apice del ciclo precedente. La creazione di posti di lavoro è stata particolarmente forte in Germania, dove il tasso di disoccupazione si è ridotto di quasi 1½ punti percentuali nel 2006. La ripresa dell'economia del paese ha inoltre sostenuto la crescita dei suoi principali partner commerciali europei.

In Giappone prosegue una crescita moderata

L'economia giapponese ha seguito a espandersi a un ritmo moderato, benché il profilo di crescita della domanda sia rimasto in certa misura disomogeneo. Gli investimenti societari hanno continuato ad aumentare celermente soprattutto nei settori orientati all'esportazione, che hanno beneficiato del vigoroso sviluppo della Cina e della debolezza dello yen (Capitolo V). La crescita dei consumi è rimasta solida, pur perdendo slancio nella seconda metà del 2006, malgrado livelli di disoccupazione ciclicamente bassi.

“Distacco” del resto del mondo dalla crescita statunitense?

Per effetto di queste tendenze, col progredire del 2006 è andato calando il contributo degli Stati Uniti all’espansione dell’economia mondiale. Nella seconda metà dell’anno, mentre la domanda interna aggregata nelle economie del G3 ha continuato ad aumentare a un tasso intorno al 2½%, gli Stati Uniti vi hanno contribuito per appena il 50% circa, a fronte di una media del 70% nei tre anni precedenti (grafico II.4). L’indebolimento della crescita della domanda interna USA, tuttavia, è stato in larga misura confinato ai beni *non-tradable*: le importazioni in termini reali di beni e servizi da parte degli Stati Uniti sono nuovamente aumentate nella seconda metà dell’anno. Ciò, insieme a una maggiore solidità della domanda altrove, specie in Europa, ha contribuito a sostenere la forte crescita delle esportazioni delle principali economie emergenti. Agli inizi del 2007 la quota di esportazioni della Cina dirette verso l’Europa ha superato per la prima volta quella delle esportazioni del paese verso il Nord America.

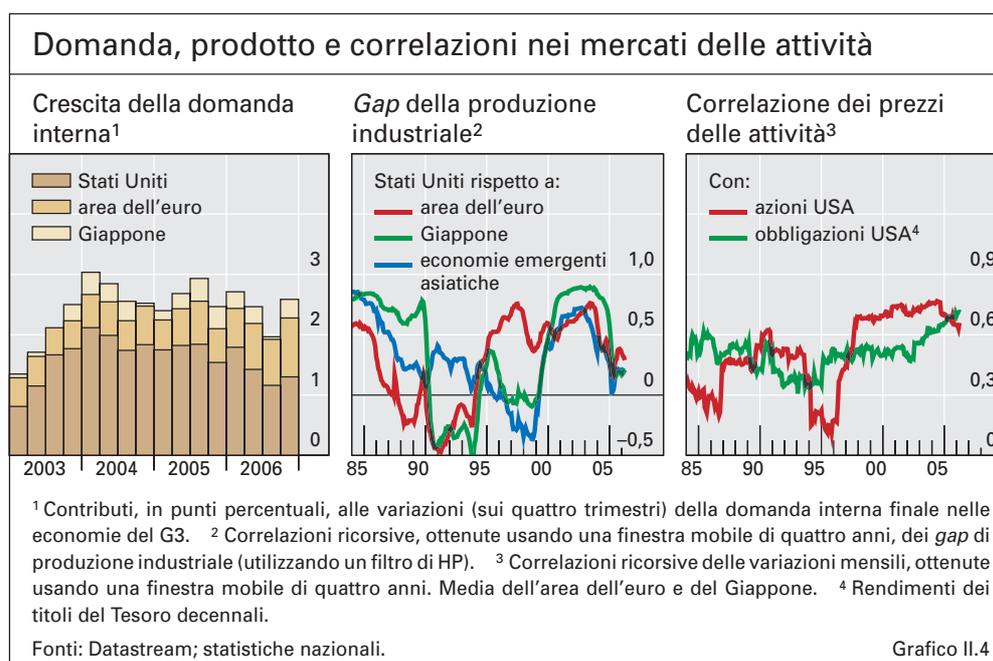
Alcuni andamenti fanno ritenere che la dipendenza dell’economia mondiale dal ciclo economico statunitense potrebbe essersi in parte ridotta rispetto all’ultima recessione USA del 2001. In confronto ai primi anni duemila, negli anni recenti è fortemente diminuito il grado di sincronia fra la produzione industriale nelle principali aree economiche e quella negli Stati Uniti. Ciò riflette in parte il fatto che, a differenza di quello attuale, il ciclo precedente era stato influenzato da un boom e dal successivo crollo a livello mondiale del settore dei beni di investimento associati alle tecnologie informatiche, una dinamica che aveva comportato una stretta correlazione della produzione di questi beni nelle diverse regioni.

In aggiunta, negli ultimi anni si è osservata una maggiore diversificazione regionale dei legami commerciali. Mentre il grado di apertura delle economie è generalmente aumentato, la quota delle esportazioni delle principali aree

L’evidente riduzione della dipendenza dalla crescita USA ...

... sembra rispecchiare il carattere distinto del ciclo attuale ...

... i mutevoli profili dell’interscambio ...



Esposizioni commerciali nei confronti degli Stati Uniti								
	Esposizione diretta ¹		Esposizione indiretta ²		Per memoria: apertura al commercio internazionale			
					Esportazioni/PIL ³		Importazioni/PIL ³	
	2006	2001	2006	2001	2006	2001	2006	2001
Canada e Messico	81,2	87,9	4,0	2,5	31	32	29	29
Europa	7,6	9,1	7,7	9,5	31	28	31	27
Giappone	22,7	30,4	10,6	11,0	14	9	12	8
Cina	21,0	20,4	10,1	14,5	37	23	30	21
Altri paesi dell'Asia ⁴	13,5	19,2	12,4	14,0	44	41	42	39
America latina ⁵	26,2	30,5	10,6	10,2	19	14	12	13

¹ Esportazioni verso gli Stati Uniti in rapporto alle esportazioni totali. ² Esposizione assunta mediante l'esportazione verso paesi diversi dagli Stati Uniti, calcolata come somma delle quote delle esportazioni verso questi paesi moltiplicata per la loro quota di esportazioni dirette verso gli Stati Uniti. ³ In percentuale. ⁴ Esclusa la Cina. ⁵ Escluso il Messico.

Fonti: FMI, *Direction of Trade Statistics*; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella II.2

economiche (con l'importante eccezione della Cina) verso gli Stati Uniti è diminuita fra il 2001 e il 2006. Dal 2001 l'ascesa delle economie emergenti e l'aumento degli scambi intraregionali hanno ridotto l'esposizione diretta nei confronti degli Stati Uniti, e forse anche quella indiretta (tabella II.2). Il mutamento delle esposizioni commerciali (ad esempio del Giappone, dell'Asia emergente e dell'America latina) è in gran parte connesso all'integrazione della Cina nel mercato globale (Capitolo III).

... e possibili divergenze nella fiducia delle imprese

Un altro e più recente segnale della probabile minore dipendenza dal ciclo economico statunitense è il protratto clima di ottimismo nel settore societario dell'area dell'euro e di altre importanti economie osservato a cavallo fra il 2006 e il 2007. Tale "distacco" del clima di fiducia fa ben sperare per il breve termine, dato che proprio la fiducia delle imprese tende a essere correlata alla spesa per investimenti.

Nondimeno, i legami creati dall'attività delle imprese ...

Tuttavia, non vi è certezza quanto all'impatto che potrebbe avere una debolezza più generalizzata o duratura negli Stati Uniti sulla fiducia delle imprese operanti a livello internazionale. Ad esempio, le società tedesche comprese nell'indice azionario DAX generano circa il 70% dei rispettivi proventi all'estero, e gli effetti di una decelerazione della crescita statunitense sulla loro redditività attesa e sulla spesa potrebbero essere considerevoli. I crescenti legami commerciali esistenti a livello mondiale, non da ultimo per la maggiore integrazione internazionale dei processi produttivi, accrescono la possibile rilevanza di tali effetti.

... e dai mercati finanziari restano forti

Un motivo di cautela strettamente collegato attiene ai legami finanziari con gli Stati Uniti. Le esposizioni dei non residenti a un rallentamento degli Stati Uniti, misurate in termini di investimenti esteri in attività USA, sono aumentate di oltre \$4 trilioni fra il 2001 e il 2005, con una crescita particolarmente rapida degli investimenti di portafoglio in titoli di debito, che si sono portati dal 28% a circa il 34% delle passività sull'estero statunitensi. Inoltre, per effetto dello stretto comovimento dei prezzi delle attività, l'impatto di un calo nei mercati finanziari USA potrebbe non coinvolgere soltanto i detentori

di attività statunitensi. I rendimenti dei mercati azionari a livello mondiale sono in genere fortemente correlati a quelli degli Stati Uniti. Vi è inoltre un'elevata correlazione tra i titoli di Stato a lungo termine statunitensi ed europei, che è aumentata durante il periodo di incremento delle quotazioni e del prodotto dalla metà del 2003. I comovimenti internazionali dei prezzi delle attività tendono poi ad accentuarsi durante le fasi ribassiste.

Miglioramento dei saldi di bilancio strutturali

Nel 2006 i saldi di bilancio nei paesi industriali avanzati hanno finalmente dato segnali di miglioramento. Gli indicatori dei disavanzi pubblici strutturali, che cercano di depurare i dati generali dagli effetti del ciclo economico, sono diminuiti negli Stati Uniti (di oltre un punto percentuale del PIL), in Germania (di $\frac{3}{4}$ di punto percentuale) e in Giappone (di $3\frac{3}{4}$ punti percentuali, soprattutto per effetto di cambiamenti *una tantum* nei trasferimenti in conto capitale), aumentando lievemente solo in Italia (tabella II.3). Ancor più pronunciate sono state le flessioni dei saldi complessivi negli Stati Uniti e in Germania, attestatesi a $1\frac{1}{2}$ punti percentuali. Sebbene nella maggior parte dei paesi i risultati delle finanze pubbliche siano migliorati per effetto di entrate fiscali insolitamente sostenute, in Germania e Giappone anche il contenimento della spesa ha svolto un ruolo di rilievo.

Gli ultimi dati suggeriscono che l'andamento dei conti pubblici ha continuato a migliorare agli inizi del 2007. Stando alle proiezioni, nell'esercizio finanziario 2007 il disavanzo del bilancio federale USA dovrebbe scendere all'1,6% del PIL, un valore inferiore di circa un punto percentuale a quello del deficit delle amministrazioni pubbliche in generale, e il più basso dal 2002.

I disavanzi strutturali diminuiscono nel 2006 ...

... e continuano a migliorare moderatamente agli inizi del 2007 ...

Conti pubblici: andamento recente e proiezioni a medio termine ¹										
	Saldo finanziario			Saldo strutturale ²			Debito pubblico lordo		Variazione a medio termine ³	
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2006	2007	Saldo finanziario	Debito pubblico lordo
Stati Uniti	-3,7	-2,3	-2,7	-3,6	-2,5	-2,8	62	62	1,0	1
Area dell'euro	-2,4	-1,6	-1,0	-1,5	-1,0	-0,8	76	74	0,9	8
Francia	-3,0	-2,6	-2,3	-2,0	-1,7	-1,7	75	74	1,5	6
Germania	-3,2	-1,7	-0,7	-1,9	-1,1	-0,8	71	69	0,4	2
Italia	-4,3	-4,5	-2,5	-3,2	-3,4	-2,0	120	119	2,1	4
Spagna	1,1	1,8	1,5	1,3	1,9	1,5	47	43	-0,6	5
Giappone	-6,4	-2,4	-2,7	-5,9	-2,2	-2,7	179	179	1,6	7
Regno Unito	-3,3	-2,9	-2,7	-3,3	-2,8	-2,6	47	47	0,9	0
Canada	1,4	0,8	0,8	1,3	0,7	0,8	68	67	0,0	22
Australia	1,4	1,5	1,4	1,3	1,6	1,5	16	15	-0,5	5 ⁴

¹ Amministrazioni pubbliche; in percentuale del PIL. ² Saldo finanziario depurato degli effetti del ciclo economico, in percentuale del PIL potenziale. ³ Variazione, in punti percentuali, fra il risultato del 2006 e quello del 2012 (per l'Australia, del 2011; per la Spagna, del 2008). Un dato positivo indica rispettivamente un calo del disavanzo/aumento dell'avanzo e una riduzione del debito lordo. ⁴ Debito netto.

Fonti: Commissione europea; FMI; OCSE.

Tabella II.3

Nell'area dell'euro la maggior parte dei paesi sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi dovrebbe mantenere o portare i rispettivi disavanzi al disotto del tetto del 3% del PIL nel 2007, compresa l'Italia, per la quale si prevede una diminuzione del disavanzo nell'ordine di 2 punti percentuali. All'inizio del 2007 la Germania ha introdotto un aumento di 3 punti percentuali dell'IVA volto a portare il deficit complessivo al disotto dell'1% del PIL quest'anno. Il progetto di legge finanziaria del Giappone prevede una riduzione del disavanzo primario pari a circa l'1% del PIL nell'esercizio 2007/08, in vista del raggiungimento di un avanzo entro il 2011/12.

... ma il traguardo di un risanamento durevole dei conti pubblici rimane distante

Ciò nonostante, il risanamento durevole dei conti pubblici rimane un traguardo distante per la maggior parte dei paesi industriali avanzati. I livelli del debito pubblico sono elevati in molte grandi economie e si prevede che la loro riduzione proceda molto lentamente nel medio termine. Particolarmente preoccupante è il debito ostinatamente alto di Italia e Giappone, malgrado i bassi tassi di interesse, e, nel caso del Giappone, una crescita superiore a quella tendenziale. Il futuro riserva sfide ancora più difficili, poiché, come verrà illustrato più avanti, nei prossimi decenni l'invecchiamento demografico è destinato ad avere ripercussioni sui bilanci pubblici e, forse in misura ancor maggiore, sul comportamento delle famiglie.

Persistenza degli squilibri di fondo, malgrado la stabilizzazione dei saldi dei conti correnti

I saldi del conto corrente si stabilizzano grazie alla diminuzione dei corsi petroliferi ...

Le posizioni di parte corrente si sono sostanzialmente stabilizzate in percentuale del PIL lo scorso anno. In particolare, il disavanzo corrente statunitense è rimasto a circa il 6½% del PIL (tabella II.4). Fra i fattori principali alla base di tale andamento vi è stata la diminuzione dei prezzi dell'energia verso la fine del 2006: nell'ultimo trimestre dell'anno il deficit petrolifero USA si è ridotto di quasi \$20 miliardi. Nell'insieme del 2006 il disavanzo corrente dei paesi importatori di petrolio è rimasto invariato a circa l'1% del PIL, a fronte di un aumento dell'½% nel 2005. Specularmente, gli avanzi dei paesi esportatori si sono accresciuti in misura inferiore; le eccedenze cumulate del conto corrente di tali paesi si sono mantenute sostanzialmente stabili al 9¼% del PIL, dopo aver segnato un balzo di pressoché 3 punti percentuali nel 2005.

... e a una crescita più equilibrata

Un altro fattore che ha impedito l'aumento degli squilibri di parte corrente è stato il carattere più bilanciato dell'espansione dell'economia mondiale. Le esportazioni statunitensi di beni hanno segnato in termini reali un incremento pari a oltre il 10%, il più elevato dal 2000, favorite dalla più forte crescita dei principali partner commerciali. L'area dell'euro ha registrato un modesto disavanzo corrente, dopo il sostanziale pareggio del 2005 e il moderato avanzo del 2004. L'Asia emergente (esclusa la Cina) e l'America latina hanno invece segnato aumenti ridotti degli avanzi correnti in rapporto al PIL.

Le variazioni dei tassi di cambio effettivi reali rimangono modeste

Le variazioni dei tassi di cambio effettivi reali nel 2006 sembrano essere state ancora troppo contenute per tradursi in una sostanziale riduzione degli squilibri esterni. Il dollaro si è deprezzato del 4% in termini effettivi reali, ma risulta ancora inferiore di appena il 5% alla sua media di lungo periodo (Capitolo V). Specularmente, l'euro ha guadagnato circa il 5%. Al contempo, tuttavia, lo yen ha perso il 6½% e l'avanzo corrente del Giappone è aumentato

Saldi del conto corrente						
In miliardi di dollari USA						
	Media 1991-2002	2003	2004	2005	2006	Per memo- ria: 2006 ¹
Stati Uniti	-202	-528	-665	-792	-857	-6,5
Area dell'euro ²	15	36	97	8	-29	-0,3
Giappone	106	136	173	166	172	3,9
Altri paesi industriali avanzati	1	54	56	64	63	1,1
Cina	16	46	69	161	239	9,1
Altre economie emergenti dell'Asia	19	117	104	84	102	2,8
America latina	-46	8	20	35	49	1,7
Europa centrale e orientale	-14	-36	-58	-63	-89	-6,7
Economie esportatrici di petrolio	12	139	234	402	472	9,3
Arabia Saudita	-5	28	52	87	96	27,4
Norvegia	11	28	33	47	56	16,7
Russia	14	35	59	83	96	9,8
Economie importatrici di petrolio	-114	-212	-275	-451	-490	-1,1
Avanzate	-86	-339	-394	-626	-728	-2,2
Emergenti	-27	127	118	175	239	2,3

¹ In percentuale del PIL. ² Somma dei saldi dei singoli paesi dell'area dell'euro.
 Fonti: FMI; statistiche nazionali. Tabella II.4

a quasi il 4% del PIL. Inoltre, i tassi di cambio di diversi paesi asiatici in avanzo hanno segnato apprezzamenti solo modesti o si sono addirittura deprezzati. In particolare, la valuta cinese ha perso circa l'1% in termini effettivi reali. In tale contesto, il surplus del conto corrente cinese è aumentato del 50% (a più del 9% del PIL).

Oltre a ciò, sembrano perdurare i principali fattori all'origine degli squilibri interni fra risparmio e investimenti che sottendono agli squilibri internazionali di bilancia dei pagamenti. Quel che forse è più importante, nel 2006 il tasso di risparmio delle famiglie statunitensi è rimasto in territorio negativo. Il moderato incremento del tasso di risparmio nazionale USA è principalmente ascrivibile alla riduzione del disavanzo pubblico. Al contempo, il saggio di risparmio nei paesi dell'Asia emergente si è mantenuto su valori elevati, e in Cina sarebbe addirittura rimasto a un livello senza precedenti.

La configurazione degli investimenti a livello mondiale si è mantenuta disomogenea. La flessione degli investimenti residenziali ha contribuito a un restringimento dello scarto fra risparmio e investimenti nazionali negli Stati Uniti, senza tuttavia produrre effetti di rilievo in altre economie avanzate. La crescita degli investimenti delle imprese statunitensi ha evidenziato un netto rallentamento nel corso dell'anno; gli investimenti fissi non residenziali sono addirittura diminuiti nel quarto trimestre 2006. Nell'Asia emergente gli

Resta insolita la
configurazione del
risparmio ...

... e degli
investimenti

investimenti societari sono aumentati, ma, come già negli anni precedenti, unicamente per effetto della Cina, dove gli investimenti hanno raggiunto un nuovo record in percentuale del PIL. In altri paesi della regione gli investimenti in macchinari e attrezzature resterebbero scarsissimi.

I consumi delle famiglie nei paesi industriali avanzati

La propensione al consumo ...

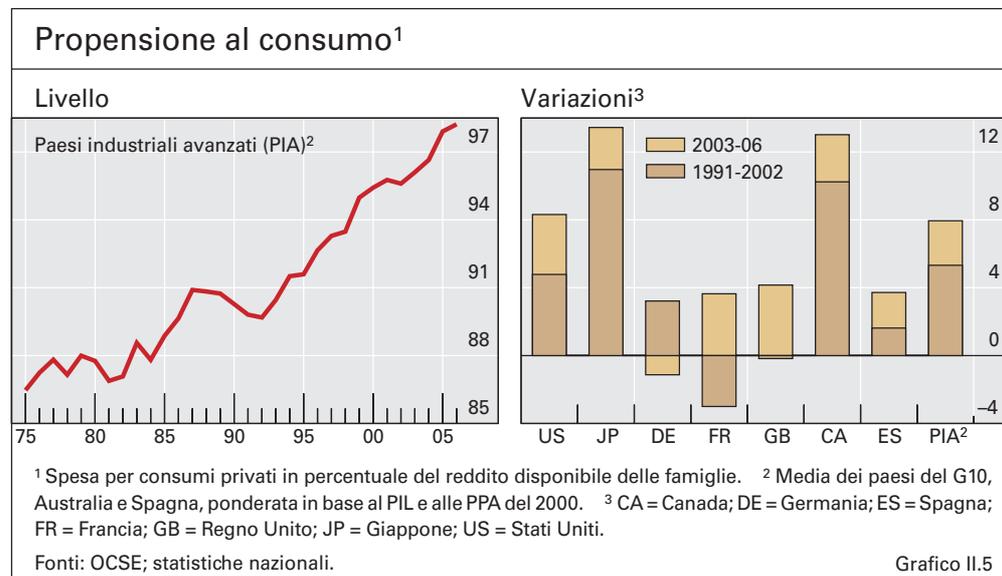
I consumi delle famiglie durante l'attuale ripresa hanno contribuito in misura insolitamente ampia alla crescita del PIL nei paesi industriali avanzati, nonostante il modesto incremento dei redditi del settore. La crescita media annua del reddito disponibile delle famiglie in termini reali è stata nel complesso leggermente inferiore al 2% nel 2003-06, rispetto al 2½% circa durante la seconda metà degli anni novanta e al 3% circa dal 1975 al 1990. Per contro, i consumi sono aumentati a un tasso medio annuo intorno al 2½% dal 2003 al 2006. Di conseguenza, il rapporto fra consumi e reddito disponibile, che aveva evidenziato una tendenza al rialzo in molte economie avanzate dai primi anni novanta, ha raggiunto nuovi record nel periodo in esame (grafico II.5).

... è cresciuta in molte economie avanzate

L'aumento della propensione al consumo e il corrispondente calo del tasso di risparmio delle famiglie sono stati ampiamente diffusi negli ultimi quattro anni, interessando in particolare gli Stati Uniti, ma anche altri paesi, come Giappone, Regno Unito, Francia e Spagna. In alcuni casi, soprattutto in quello degli Stati Uniti, negli ultimi anni i consumi hanno superato il reddito disponibile, rendendo negativi i saggi di risparmio delle famiglie. Un'importante eccezione è stata la Germania, dove la propensione al consumo è di fatto scesa dai primi anni duemila.

Fattori a sostegno della forte spesa delle famiglie

Diversi sviluppi sembrano aver sostenuto la forte spesa delle famiglie osservata malgrado la modesta crescita recente del reddito. Anzitutto, è salito rapidamente il valore delle attività del settore. Un secondo fattore, connesso al precedente, è che il crescente valore delle garanzie reali e le innovazioni finanziarie dell'ultimo decennio hanno allentato i vincoli al credito alle famiglie.



Inoltre, i bassi tassi di interesse hanno permesso di contenere l'onere per il servizio del debito. L'espansione dei bilanci delle famiglie sembra aver contribuito ad alimentare i consumi, nonostante le ingenti passività latenti.

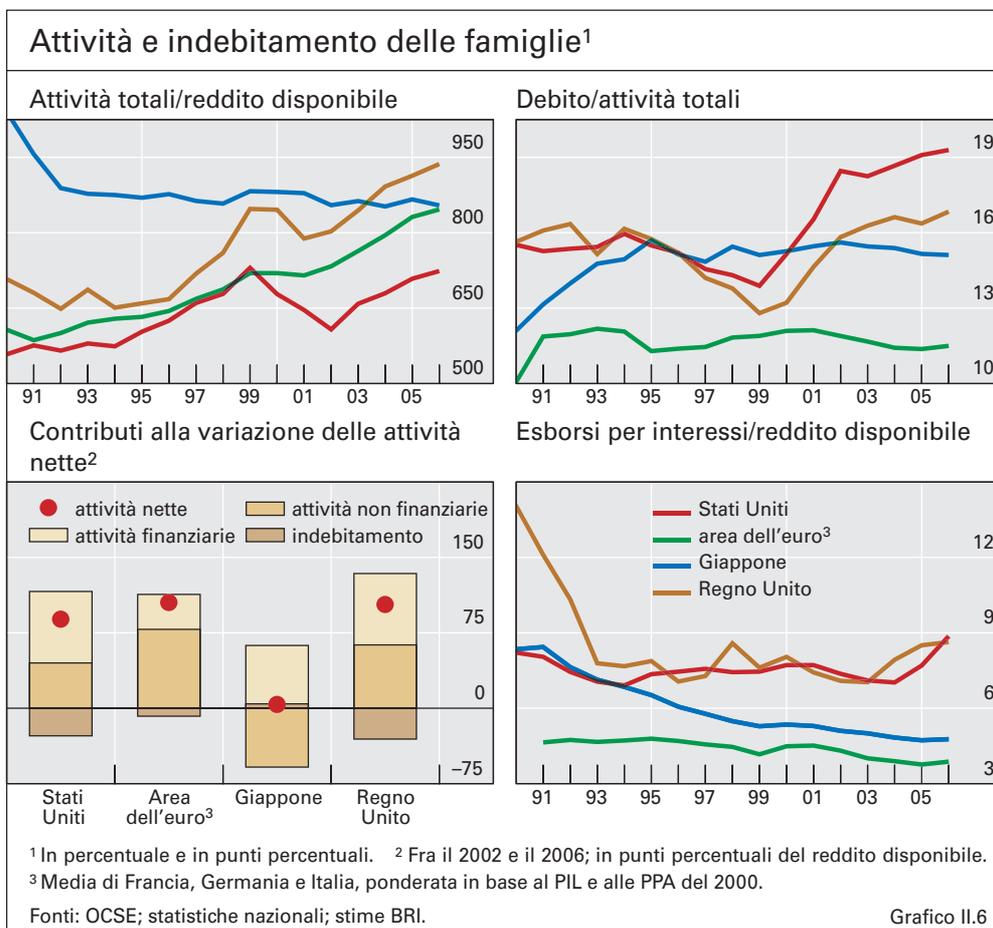
Variazioni nella ricchezza e nell'indebitamento delle famiglie

Le attività delle famiglie nella maggior parte delle economie avanzate hanno registrato un aumento di valore rapido e diffuso durante l'attuale ripresa. Da fine 2002 la quota delle attività totali rispetto al reddito disponibile è cresciuta di circa il 15-20% negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e nel Regno Unito (grafico II.6). Tale incremento, di ampiezza pressoché equivalente al reddito disponibile annuo, ha portato il rapporto attività/reddito in queste economie ai massimi storici. Degna di nota è l'eccezione del Giappone, dove negli ultimi 15 anni circa tale rapporto è rimasto sostanzialmente invariato.

Le attività finanziarie sono state all'origine della maggior parte dell'aumento negli Stati Uniti (60%) e nel Regno Unito (55%). All'interno di questa categoria di attività, gran parte della crescita – ascrivibile per i tre quarti agli Stati Uniti – è il risultato di guadagni in conto capitale, principalmente relativi ai titoli azionari e alle quote dei fondi pensione e fondi comuni di investimento che li detengono in portafoglio. L'esigua parte restante è attribuibile agli acquisti netti di attività finanziarie. In Giappone l'incremento del valore delle attività finanziarie e la flessione di quello degli immobili si sono ampiamente compensati.

Le famiglie beneficiano di un rapido aumento del valore delle attività ...

... sia finanziarie ...



Prezzi degli immobili residenziali e debito ipotecario					
	Variazione dei prezzi degli immobili residenziali ¹			Variazione del debito ipotecario residenziale ²	
	1996-2002	2003-05	2006	2003-05 ³	2006
Norvegia	8,3	7,2	16,4	7,5	-0,8
Danimarca	7,1	12,4	12,3	17,0	5,1
Svezia	8,0	8,9	10,5	6,7	2,5
Nuova Zelanda	4,0	17,2	9,6	18,6	7,3
Canada	3,7	9,7	9,4	5,0	2,3
Spagna	7,7	16,1	9,1	16,0	6,1
Regno Unito	11,9	8,1	9,1	12,7	4,7
Australia	9,1	7,0	8,9	18,1	4,3
Francia	6,2	13,3	6,6	6,9	3,0
Italia	3,7	9,2	6,4	5,1	1,3
Stati Uniti	5,7	10,9	5,9	14,3	1,7
Finlandia	8,2	7,3	5,7	9,1	2,1
Paesi Bassi	11,2	3,9	5,3	13,2	-0,3
Giappone	-4,7	-3,8	4,1	-0,1	-0,2
Svizzera	0,4	2,0	1,8	12,3	1,1
Germania	-0,7	-1,7	0,0	4,6	-0,6

¹ Dati di fine periodo; variazioni nominali annue, in percentuale; per il Giappone, prezzi dei terreni in sei grandi città. ² In punti percentuali del PIL. ³ Variazioni cumulate.

Fonti: varie associazioni del mercato immobiliare; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella II.5

... sia non finanziarie

Anche gli aumenti del valore delle attività non finanziarie sono stati generalmente considerevoli. Nell'area dell'euro, dove la quota delle attività finanziarie è relativamente modesta, gli incrementi di valore delle abitazioni e dei beni durevoli hanno persino superato quelli delle attività finanziarie. I prezzi degli immobili residenziali sono saliti rapidamente nella maggior parte delle economie avanzate negli ultimi anni (tabella II.5) ed è stato soprattutto questo, più che l'ulteriore accumulo di abitazioni e di beni di consumo durevoli, a causare la crescita delle attività non finanziarie. Per esempio, negli Stati Uniti l'accumulo netto di attività materiali (comprese le abitazioni) ha rappresentato appena il 40% circa dell'aumento registrato nella ricchezza non finanziaria delle famiglie da fine 2002.

Vivace espansione del credito alle famiglie ...

Di pari passo con l'aumento del valore delle attività, anche il credito alle famiglie ha segnato una vivace espansione in molti paesi industriali avanzati. Tale espansione è stata particolarmente pronunciata nei paesi interessati da un boom del mercato degli immobili residenziali, fra cui Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Spagna e diverse economie avanzate minori. Di conseguenza, in questi paesi sono aumentate considerevolmente le consistenze di mutui ipotecari (tabella II.5).

... ma con un aumento minore del grado di leva

Essendo cresciuti entrambi i lati dei bilanci delle famiglie, il grado di leva complessivo – il rapporto tra debito e attività – è variato in misura molto minore. Nell'area dell'euro le passività sono aumentate grosso modo in parallelo alle attività (grafico II.6), mentre negli Stati Uniti e nel Regno Unito sono cresciute a un tasso persino più elevato. Per contro, in Giappone tanto le passività quanto le attività hanno seguito nell'ultimo decennio una

tendenza leggermente calante rispetto al reddito disponibile, in presenza di un decremento, fino a epoca recente, dei prezzi immobiliari.

L'espansione del debito delle famiglie è stata generalmente sostenuta dai bassi tassi di interesse al dettaglio. Dal 2003 al 2006 i tassi ipotecari nei paesi indicati nel grafico Il.6 si aggiravano in media su valori di 3 punti percentuali inferiori rispetto agli anni novanta. Il livello dei tassi al dettaglio sembra riflettere quello contenuto dei tassi di interesse in tutto il mondo e la maggiore offerta di credito. L'allentamento dei criteri per la concessione dei prestiti dovuto alla maggiore pressione concorrenziale e all'accresciuto ricorso alla cartolarizzazione ha contribuito a far aumentare in misura notevole i finanziamenti, ivi compresi quelli concessi alle famiglie con minore merito di credito.

I tassi di interesse al dettaglio sono calati

“Finanziarizzazione” e consumi delle famiglie

Tali sviluppi potrebbero aver sostenuto la crescita dei consumi attraverso vari meccanismi strettamente collegati. In primo luogo, di fronte all'aumento di valore delle attività le famiglie paiono semplicemente aver consumato una quota maggiore del loro reddito corrente. Sebbene sia difficile isolare questo canale dagli altri, gli studi empirici rilevano generalmente che la ricchezza produce un impatto significativo sulla spesa per consumi. Per esempio, semplici funzioni di consumo per gli Stati Uniti stimano che nel periodo 2003-06 il contributo fornito ai consumi da un aumento di valore delle attività sia stato superiore persino a quello della crescita del reddito disponibile. Gli effetti di ricchezza nelle altre economie sembrano essere stati inferiori, ma pur sempre significativi.

Effetti positivi sulla crescita dei consumi per l'aumento di valore delle attività ...

In secondo luogo, il rialzo del valore delle attività ha aumentato le possibilità di indebitamento delle famiglie. In particolare, la monetizzazione della ricchezza immobiliare mediante la sottoscrizione di prestiti a fronte di garanzie reali di valore crescente è stata una fonte importante di flussi monetari, specialmente nei paesi anglofoni. Ad esempio, negli Stati Uniti i dati sui flussi finanziari indicano che il processo di smobilizzo del patrimonio immobiliare è stato, in media, equivalente al 4½% del reddito disponibile delle famiglie dal 2003 al 2005, e all'1½% nel 2006. Al contempo, il suo impatto diretto sui consumi è stato probabilmente inferiore a quanto segnalato dai dati. Le indagini condotte in Australia e negli Stati Uniti mostrano che solo un quinto circa della ricchezza immobiliare monetizzata è stata spesa in consumi.

... il maggiore indebitamento ...

In terzo luogo, i bassi tassi di interesse al dettaglio hanno permesso alle famiglie di aumentare il loro debito medio in essere senza dover far fronte a un aumento analogo dell'onere dei rimborsi. La quota degli esborsi totali per interessi sul reddito disponibile è scesa nell'area dell'euro e, fino a epoca recente, è cresciuta moderatamente negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Gli oneri per il servizio del debito sembrano essere rimasti piuttosto contenuti anche nelle altre economie avanzate, seppure con qualche eccezione, come l'Australia.

... e il modesto rapporto interessi-reddito, dovuto ai bassi tassi di interesse ...

La modesta dinamica del rapporto tra esborsi per interessi e reddito è riconducibile in parte anche alla sostituzione dei crediti al consumo con prestiti collegati a immobili residenziali, meno onerosi. Oltre a contenere i pagamenti complessivi per interessi, questo fenomeno ha esteso la *duration*

... e alla mutata composizione del debito

Indicatori della variabilità del reddito e dei consumi ¹												
	Canada		Francia		Germania		Giappone		Regno Unito		Stati Uniti	
	Red.	Con.	Red.	Con.	Red.	Con.	Red.	Con.	Red.	Con.	Red.	Con.
1966-1975	0,9	0,9	1,0	1,2	1,3	1,0	1,6	0,9	3,8	2,6	1,2	0,9
1976-1985	2,4	1,4	2,6	1,4	2,3	2,5	2,4	0,8	3,0	2,6	1,0	1,0
1986-1995	2,9	1,5	1,4	1,3	2,0	1,8	2,5	1,3	1,5	1,2	1,3	0,7
1996-2006	1,2	0,5	1,3	0,8	3,8	2,6	13,0	3,5	1,9	0,6	1,1	0,4
2003-06	1,0	0,4	1,6	0,5	7,0	6,3	3,1	2,1	1,2	0,7	1,1	0,4

¹ Coefficiente di variazione della crescita trimestrale del reddito disponibile delle famiglie deflazionato in base al deflatore dei consumi ("Red.") e della spesa per consumi finali a prezzi costanti ("Con.").

Fonte: statistiche nazionali. Tabella II.6

media del debito delle famiglie. Inoltre, quantomeno negli Stati Uniti, una parte dell'aumento del servizio del debito ipotecario è andata a rimpiazzare altre obbligazioni di pagamento, come gli affitti, dal momento che un numero maggiore di mutuatari marginali è divenuto proprietario dell'abitazione di residenza. Gli indicatori più generali delle obbligazioni finanziarie del settore delle famiglie non sono quindi cresciuti così rapidamente come gli interessi ipotecari.

La capacità di modulare i consumi sembra essere cresciuta

Oltre a sostenere una più rapida crescita dei consumi, questi sviluppi paiono aver aiutato le famiglie a modulare meglio la spesa rispetto al passato. Negli scorsi dieci anni la variazione della crescita aggregata dei redditi delle famiglie è rimasta su livelli simili a quelli del decennio precedente (tabella II.6). Nello stesso tempo, tuttavia, la crescita dei consumi è risultata generalmente molto più stabile, con le rilevanti eccezioni della Germania e del Giappone, dove l'espansione dei bilanci delle famiglie è stata piuttosto contenuta. Le stime empiriche evidenziano altresì un calo dell'elasticità dei consumi statunitensi rispetto al reddito negli ultimi due anni circa. Queste osservazioni comprovano la crescente finanziarizzazione delle famiglie, che ha permesso loro di ridurre i vincoli di liquidità.

Grado di resilienza dei bilanci delle famiglie

La tenuta dei bilanci non è ancora stata messa seriamente alla prova

Non è chiaro fino a quando l'incremento delle valutazioni delle attività alla base dell'espansione dei bilanci delle famiglie potrà durare. Negli ultimi dieci anni la tenuta dei bilanci non è mai stata messa seriamente alla prova da un calo brusco e simultaneo dei valori delle attività nelle maggiori economie. Gli shock finanziari che si sono prodotti hanno interessato in genere classi di attività isolate. Ad esempio, la flessione dei corsi azionari a livello mondiale dal 2000 al 2002 ha coinciso con un aumento piuttosto rapido dei prezzi delle abitazioni nella maggior parte dei paesi industriali avanzati (a eccezione di Germania, Giappone e Svizzera). Negli anni successivi i prezzi degli alloggi sono temporaneamente diminuiti in diverse economie minori, ma stanno ancora crescendo piuttosto rapidamente in termini nominali in molte altre economie.

L'esperienza dei paesi in cui i prezzi degli immobili sono scesi negli ultimi anni indica che gli shock specifici a questa classe di attività possono essere

assorbiti in modo relativamente agevole qualora gli altri fattori che influenzano i bilanci contribuiscano a tale processo. Sempre che le condizioni macroeconomiche e del mercato del lavoro continuino a essere favorevoli, una moderata inversione dei prezzi delle abitazioni può verosimilmente produrre un certo freno sui consumi, ma probabilmente non in misura tale da causare un rallentamento macroeconomico significativo. Tuttavia, un calo più generalizzato nei prezzi delle attività in corrispondenza con una fase macroeconomica recessiva – come si è verificato, ad esempio, nei paesi nordici nei primi anni novanta e nei Paesi Bassi più recentemente – potrebbe avere ripercussioni più gravi sui consumi. Poiché le flessioni brusche dei corsi azionari si verificano spesso alla vigilia di recessioni, si ritiene che esse anticipino anche i maggiori cali dei consumi più spesso che non le sole diminuzioni dei prezzi delle abitazioni (grafico II.7).

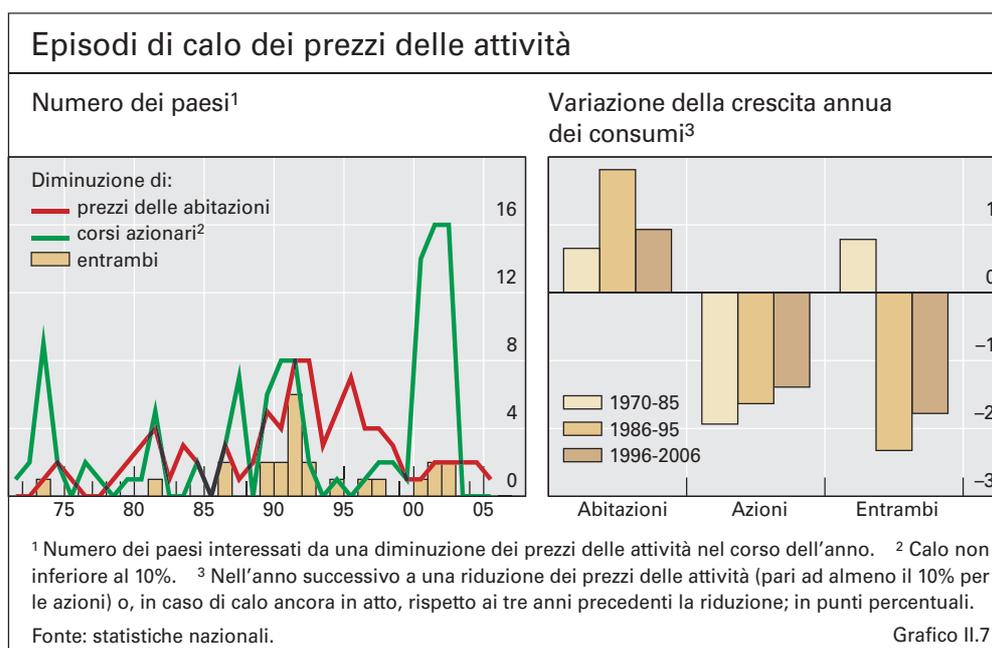
L'impatto del minor costo delle abitazioni è stato limitato ...

Fra le ragioni che inducono a ritenere che cali isolati dei prezzi immobiliari non produrranno conseguenze nefaste figurano inoltre le considerazioni sulla distribuzione della ricchezza. Nella maggior parte dei paesi che hanno registrato una rapida crescita del debito connesso ad abitazioni, tale crescita si è concentrata presso le famiglie a più alto reddito e a metà carriera, in particolare presso i proprietari immobiliari esistenti. Generalmente queste categorie dispongono già di ingenti risorse finanziarie e di altro tipo, e rischiano meno dei lavoratori medi di perdere il posto di lavoro in seguito a una recessione. Si trovano quindi nella posizione migliore per sopportare i rischi di passività addizionali.

... in parte per effetto della distribuzione della ricchezza

Gli Stati Uniti potrebbero rappresentare un'eccezione a questa dinamica. Sebbene l'attuale ciclo si caratterizzi per un allentamento dei criteri per la concessione del credito alle famiglie in molti paesi, la consistente espansione del segmento dei mutuatari più rischiosi sembra essere specifica agli Stati Uniti. I prestiti ipotecari di qualità *subprime* hanno concorso in questo paese

I rischi del mercato *subprime* USA ...



a una quota di nuovi mutui ipotecari più ampia che nelle altre principali economie e rappresentano una parte crescente del mercato ipotecario totale.

... hanno determinato un aumento dei tassi di inadempienza

Molti dei prestiti *subprime* e degli altri contratti di prestito non tradizionali prevedevano cospicui aumenti dei rimborsi a diversi anni di distanza dalla loro sottoscrizione, anche in caso di invarianza dei tassi di mercato. Al momento della ridefinizione dei pagamenti in linea interessi, tale prassi si è tradotta in uno shock per quei mutuatari che non potevano rifinanziare il prestito o vendere il bene immobile realizzando il guadagno originariamente previsto. Ne è conseguito un brusco aumento delle inadempienze e delle insolvenze ipotecarie negli Stati Uniti a partire dall'ultimo scorcio del 2006. Sebbene questo fenomeno abbia riguardato principalmente i mutui ipotecari di qualità non primaria, le insolvenze sono aumentate considerevolmente anche per i prestiti *prime* e quasi *prime* con tassi di interesse variabili e clausole di ridefinizione dei pagamenti.

Ruolo delle passività latenti di bilancio

Maggiori esborsi della previdenza sociale ...

Malgrado la crescente consapevolezza riguardo alle passività latenti di bilancio, i programmi di assistenza sociale e previdenziale, così come le politiche fiscali, sembrano aver fornito alle famiglie pochi incentivi per accrescere il risparmio. Dal 1990 la quota delle prestazioni statali rispetto al reddito totale delle famiglie è cresciuta leggermente in quasi tutti i principali paesi industriali. Questa tendenza è stata particolarmente evidente nei paesi in cui l'invecchiamento della popolazione si sta già traducendo in un aumento del numero di pensionati, come l'Italia e il Giappone. Attualmente in vari paesi, fra cui gli Stati Uniti, la quota dei sussidi sociali e previdenziali rispetto al reddito è leggermente superiore a quella osservata in momenti comparabili nei precedenti cicli economici.

... e minori imposte

I redditi delle famiglie non hanno beneficiato unicamente delle prestazioni sociali e previdenziali più elevate, bensì anche di una riduzione dell'imposizione fiscale. Negli ultimi anni novanta le imposte sul reddito e sul patrimonio sono calate rispetto alle retribuzioni. Sebbene più recentemente questo rapporto abbia cominciato a salire in alcuni paesi, parallelamente al procedere della fase espansionistica e al realizzarsi di plusvalenze patrimoniali sottoposte a tassazione, esso rimane generalmente inferiore in confronto ai livelli degli inizi del decennio.

Le passività latenti di bilancio ...

Le passività di bilancio associate all'invecchiamento della popolazione sollevano seri dubbi sul fatto che queste due tendenze possano perdurare. Nei prossimi 10-15 anni una quota calante di lavoratori dovrà cominciare a finanziare una quota in rapida crescita di soggetti dipendenti in tutti i principali paesi industriali. Per mantenere gli attuali livelli delle prestazioni pensionistiche e sanitarie, così come delle altre prestazioni sociali, la spesa totale connessa all'invecchiamento della popolazione dovrebbe aumentare considerevolmente nei prossimi quattro decenni (tabella II.7). Ovviamente, anche l'imposizione fiscale dovrebbe essere sensibilmente innalzata per finanziare questo aumento della spesa. Alternativamente, se la spesa addizionale fosse finanziata tramite l'indebitamento, l'incidenza del debito pubblico potrebbe seguire una spirale al rialzo fino a superare gli attuali massimali, come quello del 60% del PIL nell'area dell'euro.

Proiezione dell'impatto dell'invecchiamento della popolazione sulla spesa pubblica										
	Totale spesa per invecchiamento popolazione		Pensioni		Cure sanitarie		Lungodegenze		Istruzione	
	Livello 2005 ¹	Variazione 2005-50 ²	Livello 2005 ^{1,3}	Variazione 2005-50 ²	Livello 2005 ¹	Variazione 2005-50 ²	Livello 2005 ¹	Variazione 2005-50 ²	Livello 2005 ¹	Variazione 2005-50 ²
Unione europea	22,4	3,8	10,6	2,2	6,4	1,5	0,9	0,6	4,5	-0,5
Giappone	19,6	7,1	9,2	0,6 ⁴	6,0	4,3	0,9	2,2	3,5	...
Stati Uniti	16,7	6,0	4,4	1,8 ⁴	6,3	3,4	0,9	1,8	5,1	-1,0 ^{4,5}

¹ In percentuale del PIL. ² In punti percentuali del PIL. ³ Per il Giappone, esercizio finanziario 2006; per gli Stati Uniti, 2000.
⁴ Variazione rispetto al 2000. ⁵ Compresa le prestazioni per figli e familiari.
 Fonti: Commissione europea; OCSE. Tabella II.7

Le ricerche empiriche indicano che i consumi e i risparmi delle famiglie potrebbero essere piuttosto reattivi alle variazioni nella situazione delle finanze pubbliche, in particolar modo laddove il livello del debito pubblico sia già elevato. Ne è un esempio la debole spesa per consumi osservata in Germania dagli inizi del decennio, in parte attribuita ai timori delle famiglie riguardo alle future prestazioni previdenziali. L'ora del difficile "risveglio" delle famiglie dipenderà da molti fattori, fra cui il loro attuale livello di risparmio. Ma quel che forse più conta saranno i tempi e la natura delle riforme dei sistemi pensionistici e sanitari.

... potrebbero finire per intaccare il risparmio delle famiglie

Prospettive per le variazioni nei consumi e nei risparmi delle famiglie

L'attuale configurazione data da una propensione al consumo ai massimi storici e, come contraltare, da bassi saggi di risparmio delle famiglie in numerosi paesi industriali avanzati appare insolita. La sua sostenibilità dipenderà in ultima istanza dalla probabilità che le aspettative circa i redditi permanenti futuri sulle quali si basano le attuali decisioni di spesa si rivelino esatte. Numerosi fattori, fra cui la forte espansione mondiale, il crescente livello di occupazione in molte economie e i tassi di interesse ancora bassi, sembrano sostenere l'ottimismo delle aspettative sul reddito e le valutazioni delle attività nel breve termine. Nello stesso tempo, l'espansione dei bilanci delle famiglie solleva importanti questioni di lungo periodo, alcune delle quali potrebbero essere rilevanti anche su orizzonti temporali più brevi.

Insolita configurazione dei consumi e del risparmio

Un primo interrogativo da porsi è se gli aumenti nei prezzi delle attività comportino veramente un incremento della ricchezza del settore famiglie. Gli aumenti di valore delle disponibilità azionarie rappresentano una maggiore ricchezza aggregata nella misura in cui riflettono attese corrette di una futura crescita del prodotto. Sarebbe ad esempio questo il caso della partecipazione delle famiglie nelle economie avanzate ai guadagni di produttività conseguiti dalle economie emergenti in rapida crescita, partecipazione resa possibile dalla diversificazione internazionale dei portafogli.

La diversa natura della ricchezza azionaria ...

Per quanto concerne la proprietà residenziale, gli aumenti di prezzo di un dato stock di abitazioni implicano una redistribuzione della ricchezza dagli utilizzatori attuali e futuri dei servizi abitativi ai proprietari immobiliari esistenti,

... e immobiliare

piuttosto che un incremento netto della ricchezza per l'intero settore famiglie. Gli attuali livelli più elevati dei consumi indotti da questa redistribuzione potrebbero un giorno essere controbilanciati da un aumento del risparmio dei futuri utilizzatori di servizi abitativi. Tuttavia, il ridimensionamento dei consumi di quest'ultimo gruppo potrebbe essere ancora distante nel tempo.

L'accresciuto indebitamento potrebbe persistere per qualche tempo ...

Un secondo aspetto riguarda l'impatto di una maggiore leva finanziaria sulla spesa delle famiglie. Non è chiaro se l'attuale impulso che l'indebitamento del settore avrebbe impresso ai consumi sia destinato a persistere. Da una parte, l'accresciuta capacità delle famiglie di ottenere credito a fronte dell'aumento di valore delle attività e, più in generale, l'ampliamento dell'offerta di credito al settore potrebbero favorire la crescita dei consumi per un certo tempo, specie in un contesto di continue innovazioni finanziarie e di maggiore concorrenza nel settore finanziario.

... ma è forse aumentata la reattività dei bilanci delle famiglie

Dall'altra parte, i crescenti livelli del debito potrebbero aver aumentato la reattività dei bilanci delle famiglie agli shock finanziari e macroeconomici. A livello aggregato il rapporto debito/attività appare ancora relativamente basso, pur essendo aumentato negli ultimi due anni circa nei paesi anglofoni. Un quesito fondamentale riguarda le potenziali conseguenze che produrrebbe un incremento dei tassi di interesse a lungo termine dagli attuali minimi storici (Capitolo VI). Molto dipenderebbe probabilmente dai fattori all'origine di un siffatto incremento. Se esso riflettesse le aspettative di una maggiore crescita, anche i prezzi delle azioni potrebbero salire per effetto dei migliori profitti attesi. Per contro, un aumento dei tassi di interesse dovuto al rialzo dei premi al rischio o dell'inflazione potrebbe probabilmente abbassare il valore attuale netto di tutte le classi di attività, rischiando altresì di ridurre la capacità delle famiglie di gestire i rischi finanziari e di modulare i consumi nel tempo.

Il rischio delle passività latenti di bilancio

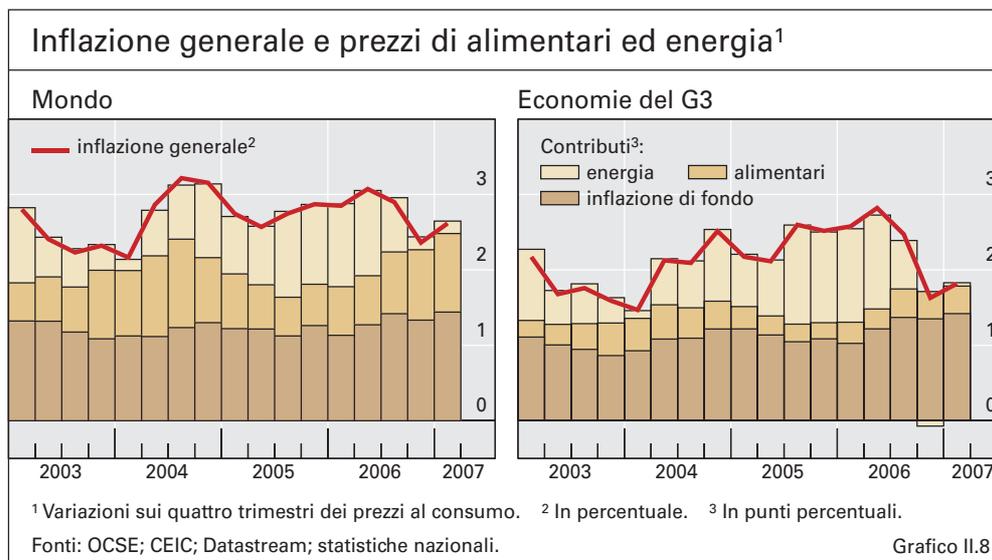
Infine, come già accennato, le passività latenti di bilancio comportano un rischio difficile da quantificare per la sostenibilità di livelli elevati di spesa delle famiglie. Mentre la natura durevole delle tendenze demografiche e l'economia politica delle principali riforme del *welfare* fanno ritenere che il cambiamento dei consumi e del risparmio delle famiglie probabilmente non avverrà all'improvviso, non è da escludere che si possano verificare delle sorprese lungo il cammino verso sistemi previdenziali meno generosi ma più sostenibili. I problemi finanziari che interessano gli schemi pensionistici a ripartizione e i sistemi sanitari pubblici potrebbero influenzare le aspettative delle famiglie e aumentare la loro propensione al risparmio in un lasso di tempo relativamente breve.

Andamenti dell'inflazione

Calo dell'inflazione generale con l'attenuarsi delle pressioni sui prezzi dell'energia

Gli effetti dei corsi petroliferi determinano una flessione dell'inflazione generale ...

Nel periodo in rassegna la dinamica dell'inflazione generale a livello mondiale ha seguito da vicino le variazioni dei prezzi dei beni energetici. Sulla scia di un incremento delle quotazioni petrolifere, l'inflazione generale al consumo mondiale ha superato il 3% nella prima metà del 2006, per poi segnare un



brusco calo allorché i corsi dell'energia si sono ridotti verso la fine dell'anno (grafico II.8). Nel secondo trimestre 2006 l'inflazione generale misurata sull'IPC negli Stati Uniti ha superato il 4%, il tasso più elevato dai primi anni novanta, prima di ritornare al 2% verso il volgere dell'anno. I prezzi dei beni energetici hanno alimentato un incremento, al 2½%, anche dell'inflazione generale dell'area dell'euro, successivamente scesa sotto il 2% prima della fine del 2006. Per effetto della flessione delle quotazioni dell'energia l'inflazione generale del Giappone è entrata in territorio negativo all'inizio del 2007. Le economie emergenti hanno registrato fluttuazioni analoghe del tasso di variazione annuo dei prezzi generali al consumo, sebbene l'impatto dei corsi petroliferi sia stato nuovamente attenuato in alcuni paesi asiatici da misure amministrative (Capitolo III).

Nella seconda metà del 2006 l'effetto di contenimento proveniente dai minori prezzi dell'energia è stato parzialmente compensato dall'accelerazione dei prezzi dei generi alimentari. Ciò è stato particolarmente evidente nelle economie emergenti, dove tale componente rappresenta in genere più del 30% del paniere dei consumi, rispetto a circa il 15% nei paesi industriali avanzati. I prezzi degli alimentari hanno subito un incremento del 7% circa nelle economie emergenti, dovuto soprattutto a un calo dell'offerta. Ad esempio, pur avendo segnato una diminuzione agli inizi del 2007, i prezzi del frumento in termini di dollari sono rimasti superiori di circa il 25% rispetto a un anno prima, a causa della siccità che ha danneggiato i raccolti nei principali paesi produttori come l'Australia.

L'aumento dei prezzi dei beni alimentari potrebbe tuttavia preludere, in certa misura, a una variazione duratura dei prezzi relativi, analoga all'incremento osservato nelle quotazioni del petrolio e dei metalli di base rispetto ai beni di consumo manufatti. I prezzi del granturco e della soia hanno evidenziato una netta crescita a causa del vigoroso aumento della domanda. Un importante fattore alla base di tale andamento sembrano essere state le politiche tese a ridurre la dipendenza dal petrolio mediante la produzione di biocarburanti. Un altro fattore, destinato forse ad assumere crescente

... ma sono parzialmente compensati da un rincaro dei prodotti alimentari ...

... che potrebbe rivelarsi duraturo

rilevanza nel corso del tempo, risiede nell'aumento, legato a quello del reddito nelle economie emergenti, della domanda di prodotti alimentari di elevata qualità, che sono relativamente scarsi (come il pesce) o la cui produzione richiede quantità elevate di input nutritivi (come la carne).

L'inflazione al netto degli alimentari e dell'energia sembra essersi collocata su valori tendenzialmente più elevati nel 2006. Se da un lato ciò appare coerente con l'ipotesi che la trasmissione dei rincari delle materie prime ai prezzi di altri prodotti sia rimasta piuttosto limitata, dall'altro potrebbe indicare che le pressioni inflazionistiche sottostanti si sono intensificate. Negli Stati Uniti e nell'area dell'euro l'inflazione di fondo è cresciuta nel corso del 2006 e si è mantenuta elevata fin nel 2007. Benché probabilmente tale dinamica sia in parte il frutto di fattori *una tantum*, quali l'aumento dell'IVA in Germania, in nessuna delle due economie sono emersi chiari segnali di un'inversione di rotta. L'inflazione di base in Giappone è rimasta negativa, malgrado una modesta tendenza al rialzo da metà 2006.

Persistente incertezza sulle pressioni inflazionistiche di fondo

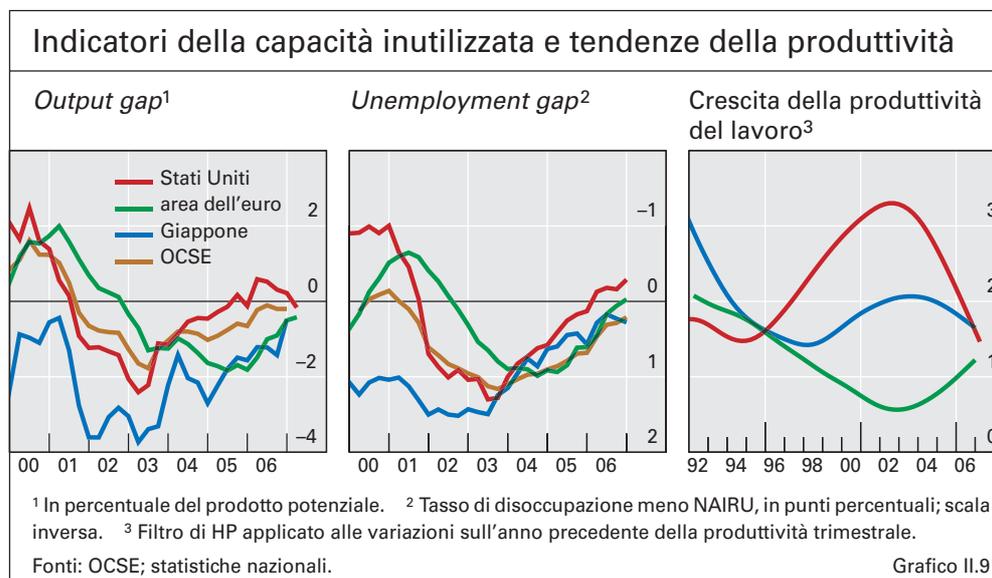
Il quarto anno di vigorosa crescita economica appena trascorso è andato di pari passo con un ulteriore aumento del grado di utilizzo delle risorse a livello mondiale. I tradizionali indicatori come l'*output gap* e l'*unemployment gap* segnalano che nelle principali economie avanzate il margine inutilizzato di capacità si è sostanzialmente esaurito (grafico II.9). Si ritiene inoltre che una situazione analoga interessi anche le economie emergenti, dove in molti casi il tasso di disoccupazione ha raggiunto minimi non più osservati da anni.

In base ad alcune indicazioni il minore sottoutilizzo delle capacità potrebbe aver aumentato i rischi di inflazione. Negli Stati Uniti diverse misure delle retribuzioni hanno mostrato segnali di un'accelerazione di fronte alle condizioni tese del mercato del lavoro. Nelle economie che si trovano in fasi meno avanzate del ciclo, come quella tedesca e quella giapponese, le organizzazioni sindacali sembrano essere divenute più aggressive nella rivendicazione di incrementi dei salari. Tuttavia, gli aumenti salariali effettivi nell'area dell'euro

L'inflazione di base è tendenzialmente più elevata

Ulteriore aumento del grado di utilizzo delle risorse ...

... e segnali di pressioni salariali



sono rimasti contenuti. Analogamente, il tasso di incremento delle retribuzioni in Giappone si è mantenuto negativo malgrado la flessione della disoccupazione.

La riduzione del margine di capacità inutilizzata nei mercati del lavoro si è altresì associata, in alcune economie in fase più avanzata del ciclo come gli Stati Uniti e il Regno Unito, a un aumento della quota dei salari sul reddito complessivo, un andamento che contrasta con la tendenza discendente di lungo periodo. Alcuni ricercatori sono del parere che il rapporto fra retribuzioni e PIL possa essere ritenuta una *proxy* del costo marginale in termini reali della produzione, considerato una determinante importante dell'inflazione. Di fatto, insieme allo scarto fra il livello relativamente basso delle importazioni e quello più alto dei prezzi interni, la riduzione della quota salariale può spiegare in buona parte la disinflazione osservata negli ultimi decenni (tabella II.8).

Nondimeno, è difficile trarre conclusioni definitive in merito all'influenza di tali andamenti sulle prospettive di inflazione. Anzitutto, la misurazione dei livelli di utilizzo delle risorse presenta numerose difficoltà, anche nelle economie avanzate che dispongono di statistiche relativamente ben sviluppate. Ancor più impegnativa è la valutazione del margine di capacità inutilizzata nelle economie emergenti, il che rende arduo quantificare in modo affidabile la capacità produttiva inutilizzata a livello mondiale. Vi sono inoltre considerevoli incertezze circa il livello del tasso di disoccupazione al di sotto del quale ci si può attendere un'accelerazione dell'inflazione. Gli studi empirici indicano che il tasso di disoccupazione non generatore di inflazione (*non-accelerating inflation rate of unemployment*, NAIRU) negli Stati Uniti è diminuito di almeno un punto percentuale dalla metà degli anni ottanta, a causa di vari cambiamenti istituzionali nel mercato del lavoro statunitense. Anche per l'area dell'euro le stime del NAIRU sono state ridotte in misura simile negli ultimi due anni circa.

L'incremento delle quote del reddito da lavoro potrebbe parimenti segnalare rischi di inflazione ...

... ma vi sono notevoli incertezze

Inflazione: variazioni e fattori determinanti					
	Variazione dell'inflazione generale ¹	Dovuta a variazioni di:		Per memoria: inflazione generale	
		quota del reddito da lavoro ²	differenza prezzi importati/nazionali ²	Media ³ 1975-1989	Media ³ 1990-2006
Stati Uniti	-3,1	-0,8	-0,8	5,4	2,3
Giappone	-3,7	-0,6	-1,4	3,7	0,0
Germania	-1,3	-0,3	-0,6	3,1	1,8
Francia	-6,3	-1,9	-1,3	7,9	1,6
Regno Unito	-6,0	-0,4	-3,1	9,0	2,9
Otto paesi OCSE ⁴	-4,7	-1,2	-1,8	6,6	2,0

Nota: il contributo dei vari fattori è calcolato effettuando una regressione dell'inflazione dei prezzi al consumo sui propri valori ritardati, nonché sui livelli e le variazioni della quota del reddito da lavoro e della differenza fra prezzi importati e prezzi nazionali (entrambi ritardati).

¹ Differenza fra i valori medi dei periodi 1975-1989 e 1990-2006. ² Contributo alla variazione. ³ Variazioni trimestrali annualizzate, in percentuale. ⁴ Media semplice di Australia, Canada, Francia, Germania, Giappone, Regno Unito, Stati Uniti e Svezia.

Fonti: OCSE; elaborazioni BRI.

Tabella II.8

Individuare le tendenze della produttività è difficile

Come seconda considerazione, è difficile valutare la crescita della produttività: essa tende a variare nel corso del tempo e vi è un grado particolarmente elevato di incertezza riguardo all'interpretazione delle osservazioni più recenti, spesso soggette a correzioni sostanziali. Ad esempio, la revisione definitiva delle stime della crescita della produttività del lavoro negli Stati Uniti dal 2000 è ammontata a circa un punto percentuale l'anno, ossia a quasi la metà del tasso medio totale. Inoltre, è sempre complicato determinare in che misura le variazioni più recenti della crescita della produttività riflettano fattori di natura strutturale o al contrario ciclica.

La tendenza delle quote salariali potrebbe riflettere fattori strutturali

Una terza considerazione di tenore analogo concerne l'incertezza riguardo all'evoluzione futura dei costi marginali di produzione. Le quote salariali nelle economie avanzate sono diminuite di circa 4 punti percentuali a partire dai primi anni ottanta. La tendenza calante osservata nei paesi industriali non può essere spiegata da fattori di carattere ciclico. Analisi empiriche recenti confermano che il progresso tecnologico e la globalizzazione potrebbero avere contribuito a un calo strutturale delle quote salariali nei paesi industriali avanzati, forse attraverso la riduzione del potere contrattuale dei lavoratori.

Vi è una comprensione inadeguata dei cambiamenti del processo inflazionistico

Infine, sussistono considerevoli incertezze circa i possibili cambiamenti del processo inflazionistico in generale. Ad esempio, la reattività dell'inflazione al margine di capacità inutilizzata a livello nazionale, misurato dall'*output gap* o dall'*unemployment gap*, si sarebbe ridotta in un ampio novero di paesi negli ultimi due decenni. Nondimeno, non è chiaro in che misura tale osservazione possa fornire indicazioni utili in un mutevole contesto macroeconomico. Una possibile interpretazione è che le curve di Phillips si siano appiattite e che la disoccupazione debba aumentare più che in passato affinché si riduca l'inflazione. Un'altra possibilità è che queste stime riflettano in modo indebito (e spurio) recenti periodi di crescita elevata che non hanno innescato un incremento dell'inflazione. Se la ragione fosse da ricercare in shock positivi dal lato dell'offerta non messi in conto ma destinati a durare, il controllo dell'inflazione ne risulterebbe più facile, non più difficile.

Le imprese trasferiranno sui prezzi i maggiori costi del lavoro?

In tale quadro generale, è arduo valutare in quale misura le imprese possano trasferire i maggiori costi del lavoro ai prezzi della produzione. Gli elevati utili societari fanno ritenere che le imprese dispongano di sufficiente margine di manovra per assorbire l'aumento dei costi del lavoro mediante una compressione dei margini. Ciò sarebbe già avvenuto durante le fasi di incremento ciclico delle quote salariali nei primi anni novanta e intorno al 2000, e all'epoca avrebbe permesso che l'inflazione restasse bassa e stabile. Tuttavia, un numero sempre crescente di imprese intervistate nell'ambito di indagini nell'area dell'euro e nel Regno Unito prevedeva di accrescere i prezzi della produzione. Ciò potrebbe essere indicativo di una maggiore capacità di trasferire l'incremento dei costi ai consumatori in un contesto di vigorosa crescita della domanda.

La deflazione giapponese è forse divenuta meno pericolosa?

Il livello ostinatamente basso dell'inflazione in Giappone potrebbe essere considerato un esempio di come la combinazione di fattori strutturali e ciclici possa complicare la valutazione delle prospettive per l'inflazione e dei rischi collegati. I prezzi dei servizi non sono pressoché variati dal 1999, a fronte di aumenti dell'1½-4½% negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Tale andamento

pare strettamente correlato alla debolezza della dinamica salariale, che ha consentito alle imprese di conseguire profitti elevati e una riduzione del debito pur mantenendo prezzi stabili. Inoltre, nei mercati di beni specifici (come la telefonia mobile) e in quelli del lavoro si sono avvertiti gli effetti non trascurabili della deregolamentazione. Anche la contrazione dei prezzi delle importazioni e dei beni succedanei a quelli importati è stata significativa. Più in generale, malgrado un'inflazione ancora prossima allo zero, l'espansione economica e la ripristinata stabilità finanziaria fanno sì che il rischio di una spirale deflazionistica al ribasso in Giappone sia molto inferiore a cinque anni fa.

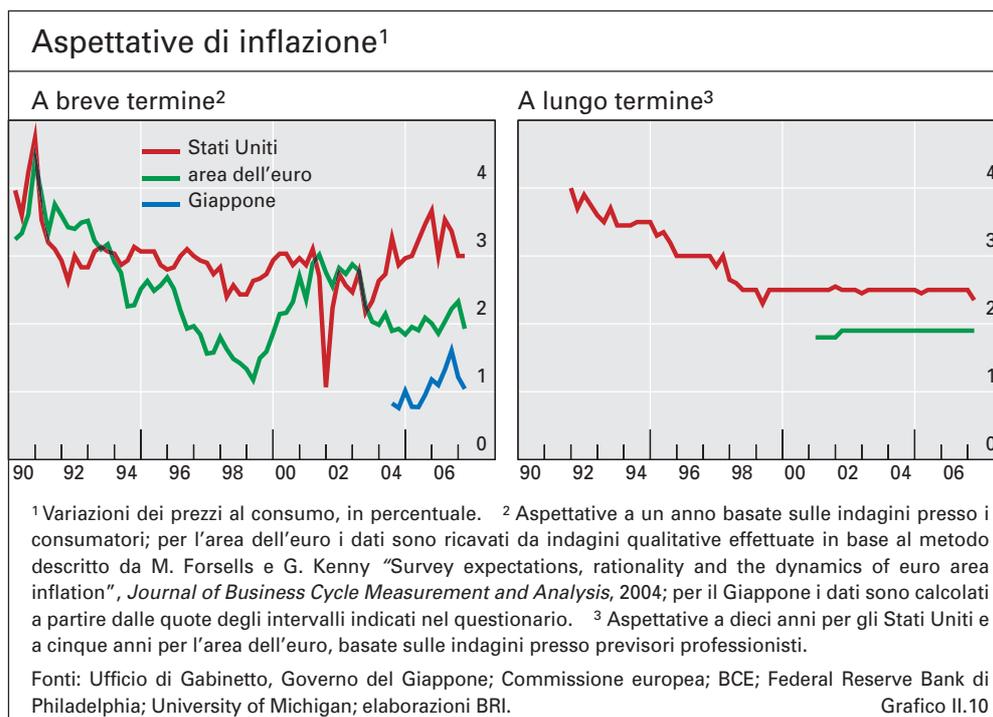
Ruolo delle aspettative di inflazione

La relativa stabilità delle aspettative di inflazione a lungo termine potrebbe indicare che gli operatori economici ritengono improbabile che le attuali incertezze mettano a repentaglio la stabilità dei prezzi. Mentre le misure delle aspettative di inflazione a breve termine delle famiglie derivate dalle indagini hanno oscillato insieme ai prezzi dei prodotti energetici, quelle delle aspettative di inflazione a lungo termine sono infatti rimaste notevolmente stabili negli ultimi anni. Negli Stati Uniti le attese a dieci anni per l'inflazione misurata sull'IPC tratte dall'indagine *Survey of Professional Forecasters* si sono mantenute sostanzialmente inalterate, al 2½%, dal 1998. Nell'area dell'euro le attese di inflazione a cinque anni basate su un'indagine simile sono parimenti rimaste assai costanti, all'1,9%, durante gli ultimi anni (grafico II.10). Un'elevata stabilità si può riscontrare anche per quanto riguarda le misure delle aspettative di inflazione basate sul mercato, come i tassi di inflazione di pareggio desunti dalle obbligazioni indicizzate a lungo termine.

Tuttavia, l'affidabilità degli indicatori delle attese di inflazione viene talvolta messa in discussione. Una linea di critica riguarda la qualità delle indagini

La stabilità delle aspettative di inflazione a lungo termine è incoraggiante ...

... ma potrebbe instillare un falso senso di sicurezza



o l'esistenza di premi per il rischio variabili nel tempo e di un'insufficiente liquidità di mercato, che limitano il contenuto informativo degli indicatori basati sul mercato. Un'altra, di carattere più fondamentale, concerne la scarsa comprensione del processo di formazione delle aspettative. Il fatto che le attese di inflazione a lungo termine siano apparentemente rimaste ben ancorate negli ultimi anni potrebbe non fornire alcuna indicazione riguardo all'eventualità che tali attese siano riviste e, in caso affermativo, all'entità di un'eventuale correzione. Ad esempio, se le aspettative si fondano sull'esperienza passata, come sostengono alcuni osservatori, potrebbero comunque aumentare rapidamente qualora l'inflazione tendenziale cambiasse sensibilmente o i tassi di variazione dei prezzi superassero una certa soglia.

Prospettive: una gradita moderazione della crescita e dell'inflazione?

Le previsioni prevalenti favorevoli ...

La previsione prevalente per quest'anno indica una moderazione a livelli sostenibili della crescita del prodotto mondiale. L'espansione economica diffusa dovrebbe proseguire nel 2007 e fin nel 2008, seppure a un ritmo leggermente più lento rispetto al 2006 (tabella II.9). Si attende inoltre una diminuzione dell'inflazione dovuta alla moderazione della crescita e alla stabilizzazione dei corsi del petrolio. Infine, un ulteriore restringimento dei differenziali di crescita dovrebbe contribuire a correggere gradualmente gli squilibri di parte corrente.

... sono sostenute da un vigore diffuso dell'economia

Sotto molti aspetti, il contesto macroeconomico appare positivo. Le condizioni di finanziamento rimangono generalmente favorevoli alla crescita. La disoccupazione è scesa nelle principali economie avanzate ed emergenti. Un aspetto forse ancora più importante è che la redistribuzione, a quanto sembra ordinata, della crescita tra le regioni verificatasi negli ultimi trimestri potrebbe costituire un elemento a conferma dell'opinione secondo cui l'economia mondiale è divenuta più flessibile e resistente.

Crescita e inflazione						
Variazioni medie annue, in percentuale						
	PIL in termini reali			Prezzi al consumo ¹		
	2005	2006	2007 ²	2005	2006	2007 ²
Totale ³	4,3	4,8	4,3	3,2	3,2	2,9
Economie industriali avanzate ³	2,4	2,9	2,3	2,3	2,4	1,9
Stati Uniti	3,2	3,3	2,1	3,4	3,2	2,4
Area dell'euro	1,5	2,8	2,5	2,2	2,2	1,9
Giappone	1,9	2,2	2,2	-0,3	0,2	0,1
Regno Unito	1,9	2,8	2,7	2,0	2,3	2,3
Altre ⁴	2,8	2,9	2,8	2,0	2,3	1,8
Economie emergenti ³	7,0	7,6	7,1	4,5	4,4	4,3

¹ Per l'area dell'euro e il Regno Unito, indice armonizzato. ² Previsioni prevalenti pubblicate in maggio. ³ Media dei principali paesi coperti da Consensus Economics. ⁴ Australia, Canada, Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera.

Fonti: Eurostat; © Consensus Economics; statistiche nazionali.

Tabella II.9

Nondimeno, sullo scenario di base gravano importanti rischi a breve termine. L'impatto del rallentamento del mercato immobiliare statunitense potrebbe non essere stato ancora avvertito appieno. Le difficoltà recentemente incontrate nel comparto dei prestiti ipotecari *subprime* potrebbero senz'altro aggravare la decelerazione del mercato degli immobili residenziali comportando la vendita forzata di beni abitativi ed effetti avversi sull'offerta di credito. Mentre l'Europa e l'Asia sembrano dipendere in misura leggermente minore dalla crescita statunitense rispetto a qualche anno fa, permangono dubbi sulla robustezza della crescita dei consumi in alcune grandi economie. Inoltre, non si dispone di una comprensione adeguata delle esposizioni agli effetti di contagio associati alla rapida evoluzione del commercio mondiale e dei legami finanziari. Infine, un ultimo aspetto collegato è che il rallentamento economico potrebbe indurre sentimenti protezionistici.

Ma permangono rischi a breve termine per la crescita ...

Anche le prospettive per l'inflazione restano incerte. I prezzi dell'energia e di altre materie prime sono tornati ad aumentare dagli inizi del 2007. Inoltre, nelle economie principali sono ancora visibili pressioni inflazionistiche di fondo e non è chiaro se la prevista moderazione della crescita possa bastare a ridurre in modo significativo le pressioni dal lato delle risorse. Nel contempo, i tassi di utilizzo della capacità paiono altresì in aumento nelle principali economie emergenti. L'impatto dell'incremento dei salari sull'inflazione potrebbe essere particolarmente difficile da valutare per le banche centrali dei paesi industriali, specie dopo un così lungo periodo di dinamiche salariali modeste.

... e per l'inflazione ...

Gli esiti macroeconomici potrebbero parimenti dipendere dalla reazione dei mercati finanziari di fronte ai dati diffusi. Un rallentamento più pronunciato del previsto negli Stati Uniti e i timori sulla sostenibilità della crescita vigorosa di altre regioni potrebbero provocare un innalzamento dei premi al rischio. Analogamente, anche l'eventuale percezione che i rischi di inflazione non siano sotto controllo potrebbe causare una rivalutazione dei relativi premi. I due episodi di accresciuta volatilità del mercato finanziario di maggio-giugno 2006 e febbraio 2007 sono un monito del fatto che le sorprese negative riguardanti sia l'inflazione sia la crescita possono destabilizzare i mercati. Mentre in quelle occasioni non vi è stata alcuna trasmissione all'economia reale, un simile esito non può essere del tutto escluso in futuro.

... che potrebbero prima o poi ripercuotersi sui mercati finanziari

III. Le economie di mercato emergenti

Aspetti salienti

Nel 2006 e nel primo trimestre del 2007 le economie di mercato emergenti (EME) hanno continuato a registrare una crescita sostenuta, tassi di inflazione moderati e avanzi di parte corrente. Le spinte inflazionistiche hanno tuttavia destato timori in alcuni paesi, per motivi riconducibili in parte al vigore della domanda e in parte alle incertezze in merito ai corsi delle materie prime. Nonostante un moderato inasprimento monetario, l'espansione del credito è rimasta significativa in diverse EME. Nel contempo, il risanamento dei conti pubblici e una migliore gestione del debito hanno accresciuto la resilienza di tali economie.

Dopo una breve panoramica degli sviluppi recenti e una discussione dei rischi di inflazione e degli andamenti delle finanze pubbliche, questo capitolo affronta due argomenti di rilievo. Il primo riguarda le implicazioni di uno spostamento della bilancia dei pagamenti verso ampi avanzi di parte corrente, superiori agli afflussi netti di capitali. Gli investitori esteri potrebbero influire sui mercati delle attività interne in misura maggiore rispetto a quella desumibile dai flussi netti di capitali, in parte a causa del fatto che hanno incrementato le loro posizioni in attività dei mercati emergenti. Potrebbe inoltre darsi il caso che le posizioni assunte per il tramite di operazioni in derivati non siano interamente registrate. I prezzi delle attività si sono impennati nelle EME, ma non è ancora chiaro se gli influssi provenienti dall'estero ne abbiano accresciuto la volatilità.

Il secondo argomento concerne il ruolo emergente della Cina nel commercio mondiale. La collocazione di tale paese al centro di una rete produttiva integrata nell'Est asiatico ha modificato la struttura degli scambi. Una quota significativa delle importazioni cinesi è costituita da beni intermedi, che vengono successivamente lavorati dal settore delle esportazioni; le importazioni di prodotti finali destinati alla domanda interna hanno un'incidenza molto inferiore. I paesi esportatori di materie prime hanno generalmente tratto beneficio dalla maggiore domanda cinese. Per quanto concerne i paesi vicini e gli altri partner commerciali della Cina tra le economie emergenti, tuttavia, i vantaggi non sono altrettanto chiari; alcuni hanno perso quote di mercato nei paesi terzi a vantaggio della Cina, ma sono riusciti ad accrescere le esportazioni di beni intermedi e di investimento destinati al settore cinese delle esportazioni. Un aumento del livello relativamente basso della domanda di importazioni in Cina per soddisfare la domanda finale interna offrirebbe ulteriori opportunità ai partner commerciali e farebbe aumentare la misura in cui l'espansione dell'economia cinese può controbilanciare un eventuale rallentamento della domanda statunitense. Infine, il ruolo emergente della Cina presenta implicazioni contrastanti anche per le politiche di cambio dei suoi vicini.

Andamenti economici

La crescita delle economie emergenti ha continuato a superare le attese – salendo al 7,4% nel 2006, dal 6,8% del periodo 2003-05 (tabella III.1) – ed è rimasta vigorosa nel primo trimestre di quest'anno. Le ultime previsioni prevalenti segnalano una moderata riduzione del tasso di incremento nel 2007 rispetto al 2006. Un limitato rallentamento è atteso anche in alcune delle economie in più rapida espansione (ad esempio Cina, India e Argentina). In Brasile, dove la dinamica persistentemente lenta della crescita costituiva una preoccupazione sul medio periodo, nel 2006 i tassi hanno superato la media del 2003-05 e quest'anno dovrebbero salire ulteriormente. Revisioni recenti dei dati di contabilità nazionale hanno evidenziato un contributo maggiore del settore dei servizi e di conseguenza un'espansione superiore alle precedenti stime. Gli avanzi di parte corrente si sono ampliati in Africa, Asia, America

Forte crescita e avanzi di parte corrente ...

Crescita del prodotto, inflazione e saldo del conto corrente									
	PIL in termini reali ¹			Prezzi al consumo ¹			Saldo del conto corrente ²		
	2003-05	2006	2007	2003-05	2006	2007	2003-05	2006	2007
Asia	7,9	8,8	8,2	3,4	3,4	3,5	193	357	355
Cina	9,6	10,7	10,3	2,3	1,5	2,8	92	239	243
Corea	4,0	5,0	4,5	3,3	2,2	2,4	19	6	3
India ³	8,2	9,2	8,1	5,5	5,4	5,1	-1	-14	-19
Indonesia	5,1	5,5	6,0	7,7	13,1	6,7	3	10	8
Thailandia	6,0	5,0	4,0	3,0	4,6	2,4	0	3	5
Altri paesi ⁴	5,3	5,6	5,0	2,0	2,7	2,2	80	114	114
America latina	4,3	5,4	4,8	6,6	4,9	5,0	25	51	26
Argentina	9,0	8,5	7,6	7,3	9,8	9,1	6	8	7
Brasile	3,3	3,7	4,2	7,5	3,1	3,6	10	14	10
Cile	5,4	4,0	5,7	2,4	2,6	3,0	0	5	4
Messico	2,8	4,8	3,1	4,2	4,1	3,6	-7	-1	-9
Venezuela	6,3	10,6	7,0	20,1	17,0	18,9	17	27	16
Altri paesi ⁵	4,8	7,2	6,1	4,6	3,4	3,9	-1	-1	-2
Europa centrale	4,3	5,5	5,1	2,5	1,9	3,2	-20	-20	-23
Polonia	4,2	5,8	6,0	2,1	1,0	2,2	-7	-7	-11
Repubblica ceca	4,6	6,1	5,2	1,6	2,5	2,5	-5	-6	-6
Ungheria	4,4	3,9	2,5	5,0	3,9	7,2	-8	-7	-6
Russia	6,9	6,7	6,6	12,4	9,8	7,8	59	96	71
Turchia	7,4	6,1	4,7	12,6	9,6	8,9	-16	-31	-31
Africa ⁶	5,4	5,5	6,2	9,0	9,5	10,7	4	20	1
Sudafrica	4,3	5,0	5,0	3,5	4,6	5,3	-6	-16	-15
Medio Oriente ⁶	5,8	5,7	5,5	6,8	7,9	10,6	116	212	153
Totale	6,8	7,4	7,0	5,3	4,8	5,0	362	685	551
<i>Per memoria: G7</i>	<i>2,4</i>	<i>2,8</i>	<i>2,2</i>	<i>2,0</i>	<i>2,3</i>	<i>1,9</i>	<i>-457</i>	<i>-675</i>	<i>-583</i>

Nota: i dati per il 2007 e parte di quelli per il 2006 si basano sulle previsioni prevalenti di maggio, su stime e sull'FMI.

¹Variazioni annue, in percentuale. I valori regionali sono calcolati come medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2000. Media del periodo; per l'inflazione in America latina, dati di fine periodo. ²In miliardi di dollari USA. I valori regionali sono calcolati come somma delle singole economie indicate. ³I dati annui si riferiscono agli esercizi finanziari, con inizio in aprile; i dati sull'inflazione si riferiscono ai prezzi all'ingrosso. ⁴Filippine, Hong Kong SAR, Malaysia, Singapore e Taiwan (Cina). ⁵Colombia e Perù. ⁶Copertura geografica definita dall'FMI nel *World Economic Outlook*.

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

Tabella III.1

latina, Medio Oriente e Russia. Per contro, i disavanzi sono aumentati in India, Turchia e Sudafrica e sono rimasti consistenti nell'Europa centrale.

Per quanto concerne le componenti della domanda aggregata, le esportazioni nette hanno continuato a fornire un contributo positivo alla crescita in Cina e nel resto dell'Asia. Tale contributo è invece diminuito (pur rimanendo positivo) nell'Europa centrale ed è stato lievemente negativo in America latina nel passato biennio. Come negli anni precedenti, la domanda interna ha svolto un ruolo fondamentale a sostegno della crescita. La domanda per consumi è stata notevole in gran parte delle regioni emergenti, mentre la spesa per investimenti ha svolto un ruolo di traino nell'Europa centrale, in Cina e in America latina.

... e lieve rialzo dell'inflazione

Il valore mediano dell'inflazione nelle EME è salito al 3,7% nel 2006, dal 3,5% del 2005, mantenendosi pertanto prossimo a quello del periodo 1999-2005. Il dato non rende tuttavia conto di notevoli differenze tra le varie regioni. In Asia il valore mediano si è mantenuto su livelli considerevolmente inferiori a quelli di altre regioni nel 2006, ma chiaramente più elevati rispetto ai tassi prossimi allo zero del 2002. Forti incrementi sono stati registrati anche in altre EME, mentre in America latina è stata osservata una tendenza calante. Benché sia difficile discernere le tendenze inflazionistiche, come indicato qui di seguito, esistono alcuni rischi significativi di un rialzo dell'inflazione.

Prospettive e sfide sul piano delle politiche

Le prospettive per le economie emergenti sono soggette a due rischi di ordine generale. Il primo concerne la possibilità che un rallentamento pronunciato dell'economia statunitense determini una riduzione significativa della crescita. In questa sede l'attenzione non si concentrerà tuttavia su tale aspetto, se non per rilevare che il quadro si presenta eterogeneo. Da un lato, come discusso nel Capitolo II, il rischio di una decelerazione negli Stati Uniti non può essere del tutto scartato poiché gli effetti complessivi della debolezza del mercato immobiliare statunitense rimangono incerti. Dall'altro, le previsioni prevalenti per il 2007 vanno nel senso di un'ulteriore crescita moderata negli Stati Uniti. Inoltre, il suddetto rischio risulterebbe attenuato se altre economie (quali la Cina, il Giappone e l'Unione europea) fossero in grado di controbilanciare l'eventuale indebolimento della domanda statunitense con un rafforzamento della rispettiva domanda interna.

I rischi di inflazione sono diversi ...

La presente sezione prende piuttosto in esame un altro rischio, quello di un rialzo dell'inflazione. Durante l'anno trascorso sono stati espressi vari timori per il livello elevato o crescente dell'inflazione. Alcune economie (ad esempio Argentina, Russia e Venezuela) si sono concentrate sulla questione del livello, mentre altre (tra cui il Messico) hanno rivolto particolare attenzione al superamento dell'intervallo obiettivo. Infine, l'aumento dell'inflazione ha rappresentato un problema in vari paesi. Ad esempio in India, dopo il calo del 2005, il tasso di incremento dei prezzi è salito notevolmente nel 2006 e si colloca oggi al di sopra dell'intervallo ritenuto accettabile dalla banca centrale nel medio periodo; sono inoltre emerse preoccupazioni per la possibilità di un suo ulteriore rialzo nel 2007. Anche in Cina l'inflazione generale, bassa rispetto ad altre economie, è sensibilmente aumentata nel periodo recente. Esistono

altresì alcune incertezze quanto alla possibilità che le misure disponibili in tale paese riflettano accuratamente le spinte inflazionistiche sottostanti. Per contro, la situazione è migliorata in diversi casi e più in particolare in Brasile, nelle Filippine, in Indonesia e in Thailandia, dove l'inflazione aveva destato notevoli timori lo scorso anno. Anche in Russia è stata registrata una riduzione, sebbene il livello rimanga elevato.

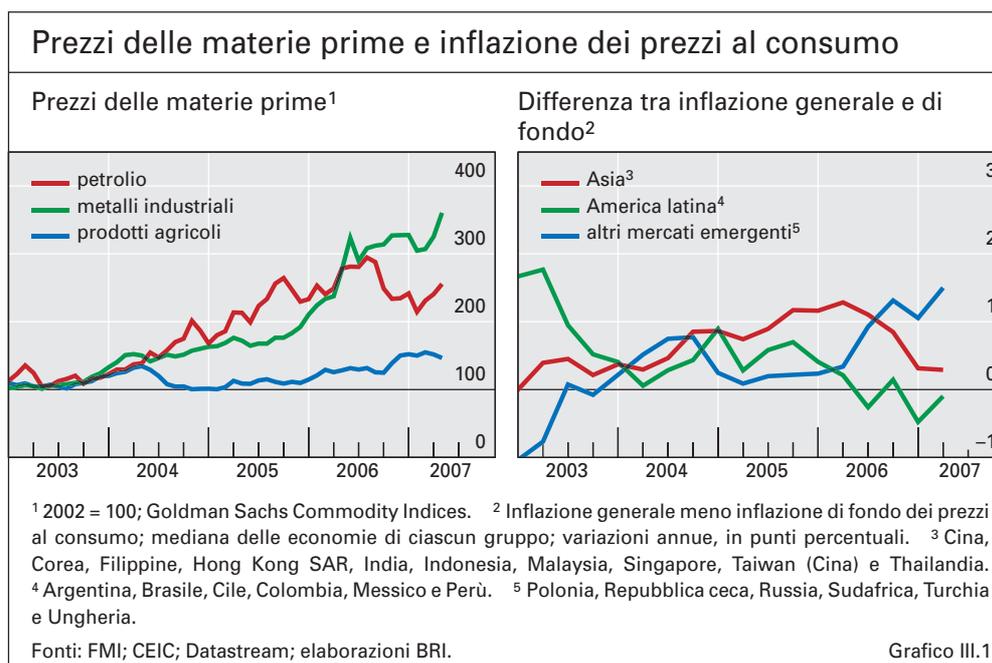
La probabilità che le spinte inflazionistiche persistano o che addirittura si intensifichino in alcune economie potrebbe dipendere dagli *output gap*, dalle variazioni dei prezzi relativi e dalle attese di inflazione.

Output gap. Stime recenti segnalano che gli *output gap* delle EME si sono quasi azzerati oppure sono diventati positivi. Ad esempio in Brasile, dopo la recente fase di disinflazione, i tassi di utilizzo della capacità nel settore manifatturiero hanno raggiunto livelli relativamente elevati, nell'ordine dell'82%. In India il grado di utilizzo della capacità sarebbe prossimo al 100%. In vari altri paesi la crescita sembra addirittura superiore al potenziale. La forte domanda riflette in parte shock positivi dal lato delle ragioni di scambio (tra gli esportatori di materie prime) e condizioni mondiali favorevoli. In tale contesto, politiche monetarie relativamente accomodanti (si veda oltre) potrebbero accrescere il rischio di inflazione futura in varie EME.

Variazioni dei prezzi relativi. Le quotazioni del petrolio e delle materie prime non petrolifere sono aumentate notevolmente negli ultimi anni (grafico III.1). Il settore petrolifero ben illustra alcuni dei problemi e dei rischi potenziali per l'inflazione. I corsi del greggio, che erano calati rispetto ai massimi di metà luglio 2006 (\$77 al barile per la qualità West Texas Intermediate), hanno ripreso a salire in gennaio (raggiungendo i \$63 al barile a metà maggio). Benché la crescita della domanda mondiale di petrolio sia scesa da circa il 4% nel 2004 a circa l'1% nel 2006, l'ultimo rialzo dei prezzi ha in parte riflesso il vigore della domanda delle economie non appartenenti all'OCSE. Più di recente, e guardando in prospettiva, i fattori agenti dal lato dell'offerta paiono

... ma risultano acuiti dalla riduzione degli *output gap* ...

... e dal rincaro del petrolio



assumere maggiore rilevanza. Ad esempio, la decisione dell'OPEC di ridurre la produzione a partire dal novembre scorso avrebbe contribuito al recente aumento dei prezzi.

L'impatto di un rincaro del petrolio potrebbe essere significativo: secondo una recente analisi, un raddoppio delle quotazioni indotto da fattori di offerta determinerebbe fino a 1,4 punti percentuali di aumento dell'inflazione nelle EME dell'Asia. Gli effetti sarebbero ancora maggiori se gli importatori di petrolio trovassero difficile finanziare il conseguente disavanzo corrente e se fossero ulteriormente ridotti o eliminati i sussidi che hanno finora limitato gli aumenti dei prezzi dei beni energetici. Vari paesi asiatici (quali l'India, l'Indonesia e la Thailandia) hanno già operato delle riduzioni di entità variabile in questo senso.

Sul medio periodo le riserve petrolifere dovrebbero essere sufficienti a soddisfare la vigorosa domanda prevista nelle EME, sempre che i principali produttori continuino a effettuare investimenti adeguati. Tuttavia, gli investimenti non hanno finora allentato i vincoli di capacità produttiva in alcuni paesi. A ciò si è aggiunto il timore che la produzione dei paesi non appartenenti all'OPEC possa presto raggiungere il suo livello massimo, concentrando la produzione presso un minor numero di paesi. Nel contempo, i rischi a breve di forti aumenti dei corsi petroliferi rimangono sostanziali. Occasionalmente il margine di capacità inutilizzata dell'OPEC scende a livelli bassi; di conseguenza, shock improvvisi dal lato dell'offerta o della domanda hanno di norma influito in misura sensibile – e a volte persistente – sulle quotazioni.

Nell'ultimo anno tali shock sono provenuti ad esempio dalle turbative nel settore della produzione di petrolio in Nigeria e in quello della raffinazione statunitense, nonché dalle temperature insolitamente rigide registrate in febbraio negli Stati Uniti (che hanno notevolmente ridotto le scorte del paese). Il persistere di rischi geopolitici riguardanti produttori quali l'Iran e l'Iraq acuisce il rischio di volatilità dei prezzi.

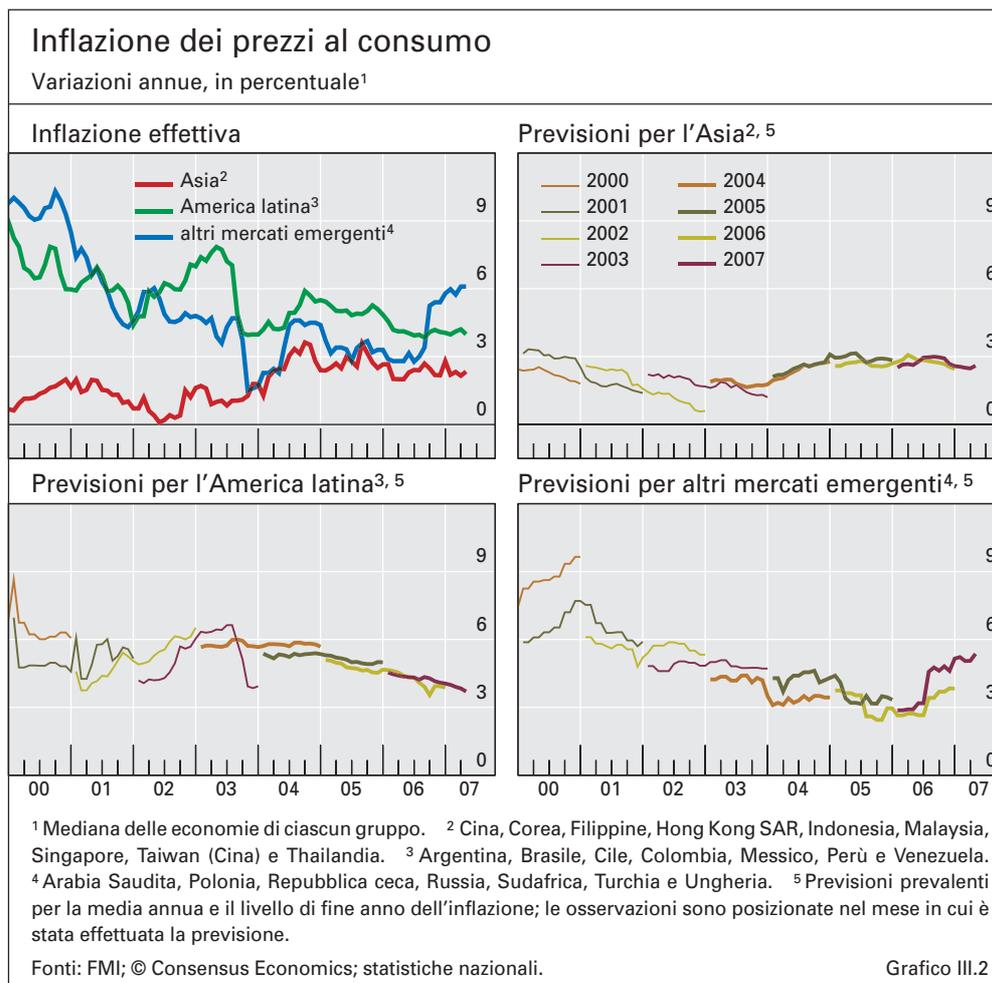
Relativamente ai corsi delle materie prime è possibile formulare due ulteriori osservazioni. In primo luogo, a causa dei lunghi tempi necessari per il potenziamento della capacità estrattiva, il settore dei metalli continuerà a evidenziare vincoli dal lato dell'offerta a fronte della forte domanda proveniente dalla Cina e dalle altre EME. In secondo luogo, in molti paesi – quali la Cina, il Messico e il Sudafrica – anche il rincaro dei prodotti agricoli ha svolto un ruolo importante nell'aumento dell'inflazione generale. Tale rincaro ha palesato un certo grado di persistenza e si teme in particolare che possa influire sulle attese di inflazione in alcune di queste economie.

Aspettative di inflazione. Utilizzando le previsioni prevalenti come misura indiretta delle aspettative, il grafico III.2 mostra che nel 2007 l'inflazione in Asia dovrebbe restare inferiore al 3%, un livello ancora relativamente basso. Inoltre, nel periodo recente le previsioni di inflazione per l'Asia sono rimaste stabili. In altri mercati emergenti hanno invece registrato un incremento significativo dopo un calo prolungato e in America latina sono diminuite negli ultimi anni.

Un motivo per il quale le aspettative di inflazione sono importanti è che possono determinare maggiori rivendicazioni salariali. Si ritiene di norma che

Gli investimenti nel settore petrolifero sono andati a rilento

Le previsioni di inflazione delineano un quadro eterogeneo ...



la dinamica dei salari sia stata frenata dal forte aumento delle forze di lavoro a livello mondiale risultante dalla crescente integrazione nell'economia globale della Cina e, in misura sempre maggiore, dell'India. Tale effetto potrebbe risultare rafforzato nei paesi con una notevole offerta di manodopera proveniente dal settore rurale. Analisi recenti rivelano tuttavia che, sebbene i salari dei lavoratori non qualificati non siano di fatto aumentati in alcune importanti EME (Brasile, Cina e India), il livello retributivo delle forze di lavoro qualificate o impiegate in settori diversi da quello produttivo (personale amministrativo e altri dipendenti impegnati in attività di supervisione o in servizi per i quali si ritiene spesso che siano necessarie maggiori competenze) ha registrato incrementi sostanziali. Ad esempio, dagli inizi di questo decennio i salari reali del settore manifatturiero sono cresciuti a un tasso annuo composto di oltre l'11% in Cina e in Russia. Anche quelli dei lavoratori non impiegati nel settore produttivo sono aumentati in India agli inizi del decennio (di circa il 3,8% l'anno). Il rischio che aspettative di un rialzo dell'inflazione si trasmettano alle rivendicazioni salariali ha destato particolari timori nei paesi contraddistinti da rincari significativi dei prodotti alimentari.

Quanto alla possibilità di improvvisi mutamenti delle aspettative di inflazione, un insegnamento importante dell'episodio di volatilità sui mercati nel periodo maggio-giugno 2006 (Capitolo VI) e dei recenti rincari dei prodotti

... ma le aspettative potrebbero influire sulle dinamiche salariali

Le aspettative possono mutare repentinamente

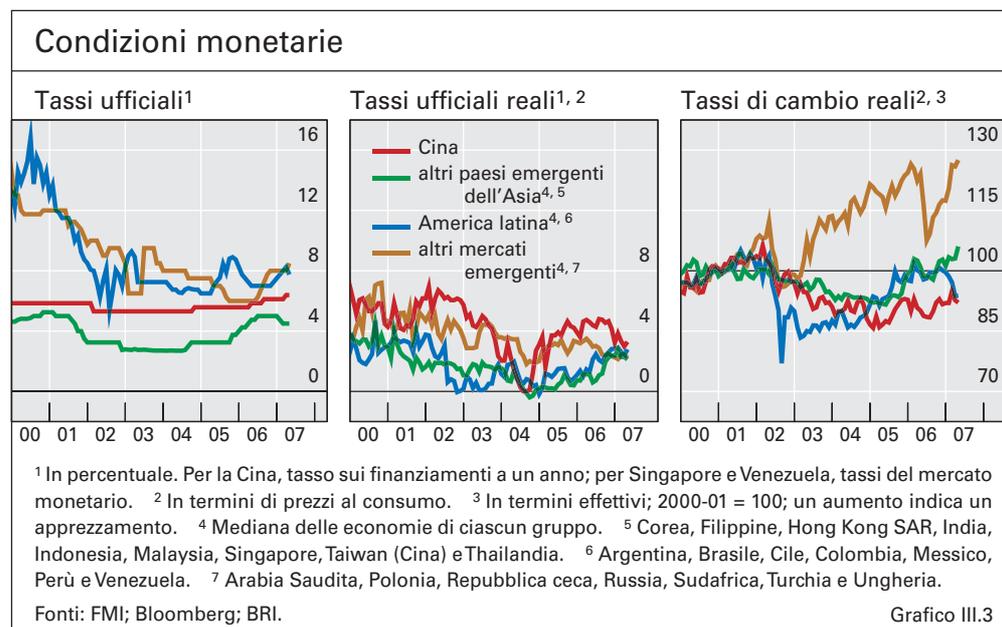
agricoli è rappresentato dal fatto che sia l'inflazione effettiva sia quella attesa possono impennarsi repentinamente fino a superare il livello obiettivo. Ne costituiscono un esempio la Turchia e il Messico. Nel caso della Turchia il suddetto episodio ha innescato un forte deprezzamento del cambio, che avrebbe aggiunto 3,5 punti percentuali all'inflazione effettiva e provocato un deciso aumento di quella attesa dagli operatori privati sia per il 2006 (al 10%, da poco più del 7%) sia per il 2007 (dal 5,6 al 7,8%). In Messico l'inflazione ha inaspettatamente superato il tetto del 4% previsto per l'intervallo obiettivo (3% ±1%) alla fine del 2006, in parte a causa del forte rincaro del granturco. Tra luglio 2006 e aprile 2007 i prezzi mondiali in dollari di tale derrata agricola sono saliti del 58%, per motivi parzialmente riconducibili all'impiego del granturco anche nella produzione di un biocarburante (l'etanolo). In seguito, l'inflazione effettiva e quella attesa in Messico sono rimaste prossime o superiori al limite obiettivo.

In sintesi, benché al momento l'inflazione nelle EME si collochi su livelli generalmente moderati, sembrano esistere diversi rischi. I vincoli di capacità costituiscono un problema potenziale in alcuni paesi; sono inoltre possibili forti rincari delle materie prime. Di conseguenza, non possono essere escluse improvvise revisioni al rialzo dell'inflazione effettiva e di quella attesa.

Politica monetaria

Su tale sfondo, dal 2004 la politica monetaria ha assunto un orientamento generalmente restrittivo. Esistono tuttavia notevoli differenze tra paesi, e in alcune economie il ritmo di inasprimento è diminuito dalla seconda metà del 2006 (grafico III.3). Un costante aumento dei tassi ufficiali è stato osservato in India (pari a 175 punti base dal dicembre 2004) e in Cina (81 punti base), dove sono state introdotte anche altre misure restrittive (si veda oltre). Negli altri paesi asiatici, tuttavia, attorno alla metà del 2006 i tassi ufficiali hanno smesso di crescere o hanno preso a calare. In alcuni casi – e più in particolare

Un moderato inasprimento monetario ...



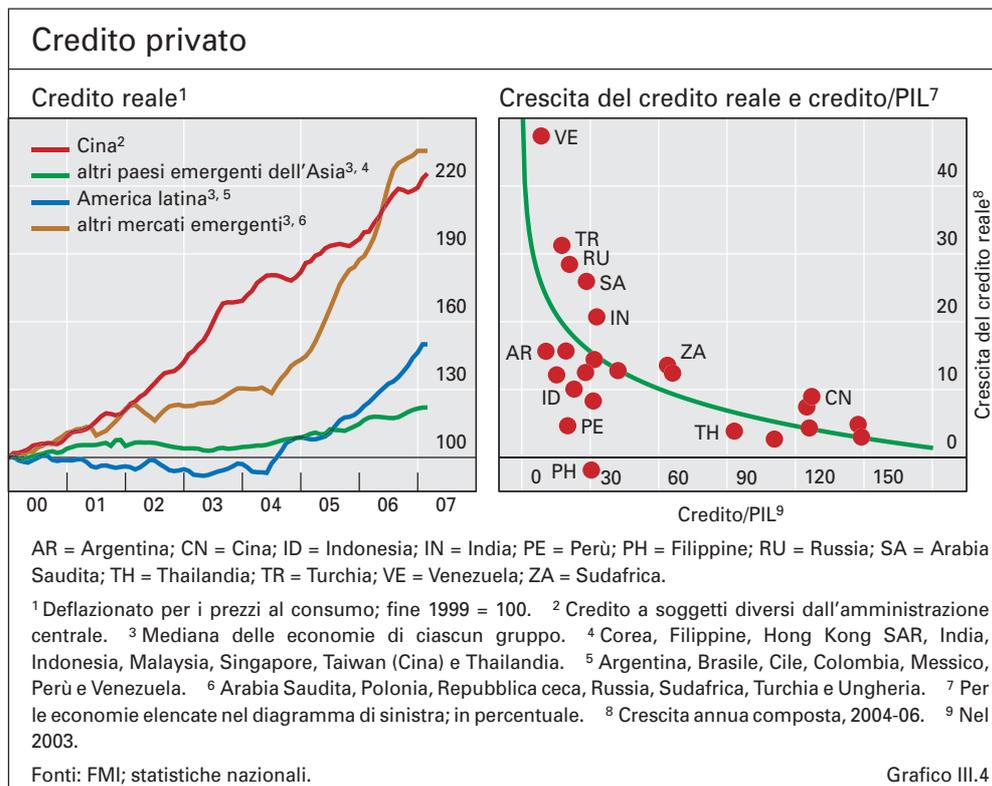
nelle Filippine, in Indonesia e in Thailandia – ciò ha costituito una risposta all'emergere di segnali di disinflazione. Un quadro eterogeneo appare evidente anche in America latina e in altre EME. La disinflazione ha indotto il Brasile e, temporaneamente, il Messico a ridurre i tassi. Tre paesi con un saldo corrente in disavanzo, che hanno avvertito pressioni al ribasso sul cambio nella fase di volatilità di maggio-giugno 2006, hanno invece dovuto innalzarli notevolmente. Si tratta di Turchia (425 punti base), Ungheria e Sudafrica (200 punti base ciascuno). Nel caso dell'Ungheria l'innalzamento è stato tuttavia indotto anche dai timori per il disavanzo di bilancio.

Gli effetti prodotti dalle suddette manovre su alcuni comuni indicatori delle condizioni monetarie sono stati disomogenei (grafico III.3, diagrammi centrale e di destra). I tassi ufficiali reali hanno iniziato a crescere alcuni anni fa in Cina e negli altri mercati emergenti. Il loro valore mediano ha mostrato una convergenza verso un livello superiore al 2% nelle altre EME asiatiche e in America latina, e al 3% in Cina e nel gruppo degli altri mercati emergenti. Occorre rilevare che i tassi di interesse reali cinesi risulterebbero negativi se si utilizzasse come *proxy* delle condizioni monetarie un tasso interbancario invece di quello sui prestiti bancari. I tassi reali sono molto inferiori rispetto ai ritmi elevati di crescita potenziale di numerose EME, a indicare che le condizioni monetarie sottostanti rimangono relativamente espansive.

La forte ascesa del credito privato in termini reali in diverse EME rafforza l'impressione di condizioni monetarie accomodanti (grafico III.4). Dalla fine del 2003, quando tutte le regioni hanno iniziato a evidenziare sensibili aumenti di tale grandezza, il credito bancario al settore privato è cresciuto a un tasso annuo composto di quasi il 9% in Cina, 5% nelle altre EME asiatiche, 15% in

... ha tuttavia esiti espansivi

La rapida crescita reale del credito privato ...



America latina e 21% nel gruppo degli altri mercati emergenti. I tassi più elevati di espansione creditizia sono stati osservati in Venezuela (47%) e in India, Russia, Arabia Saudita e Turchia (in ordine crescente, dal 21 al 31%). In alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale questa rapida dinamica solleva particolari timori, poiché gran parte dell'indebitamento delle famiglie è denominata in valuta.

... riflette fattori strutturali e di breve periodo

La crescita del credito riflette fattori sia strutturali sia di breve periodo. Tra i primi sembra rivestire particolare importanza il processo di finanziarizzazione. Di fatto, i tassi più elevati di espansione del credito privato in termini reali sono riferibili ai paesi con un rapporto credito/PIL più basso (grafico III.4, diagramma di destra). In alcune regioni, come ad esempio l'Europa centrale, un contributo notevole è provenuto anche dalla maggiore concorrenza nel settore bancario e dal processo di integrazione finanziaria. Tra i fattori a breve termine figurano gli eccellenti risultati economici e, come illustrato più avanti, gli sforzi per contenere le pressioni al rialzo sui cambi.

L'apprezzamento modera la domanda ...

Se i tassi ufficiali e il ritmo di espansione del credito segnalano condizioni monetarie relativamente accomodanti, in alcuni paesi il significativo apprezzamento del tasso di cambio reale sembra indicare un effetto complementare di restrizione sulla domanda. Tra dicembre 2004 e marzo 2007 il tasso di cambio reale si è apprezzato di oltre il 10% in Corea, Malaysia e Thailandia e di più del 20% in Indonesia. Fuori dall'Asia, il dato cumulato riferito al Brasile per lo stesso periodo è del 34%. Contribuendo alla disinflazione e riducendo la domanda aggregata, l'apprezzamento del tasso di cambio reale può avere consentito a vari paesi di abbassare i tassi ufficiali o di adottare altre misure espansive. In alcuni casi le pressioni sembrano aver indotto le autorità ad abbassare i tassi di interesse per arginare afflussi "indesiderati" di capitali.

Benché contribuiscano alla disinflazione, tuttavia, le spinte verso un apprezzamento del cambio hanno suscitato timori per almeno tre motivi. Il primo è rappresentato dal loro effetto negativo sulla competitività e sul settore dei beni *tradable*. Il secondo consiste nel fatto che, frenando l'aumento dei tassi di interesse, possono indurre un rincaro dei beni *non-tradable* e più in particolare di quelli connessi all'edilizia residenziale. Infine, le spinte all'apprezzamento del cambio possono facilmente invertirsi e questo può richiedere forti innalzamenti del tasso ufficiale. È degno di nota che i maggiori aumenti nominali dei tassi ufficiali dagli inizi del 2006 siano stati osservati in Turchia e Sudafrica, paesi che hanno subito notevoli pressioni al ribasso sul cambio durante l'episodio di volatilità dei mercati a maggio-giugno 2006.

... ma determina pesanti interventi

Oltre ad aver consentito la fissazione dei tassi ufficiali su livelli inferiori a quelli che sarebbero stati altrimenti giustificati, le spinte all'apprezzamento hanno determinato massicci interventi sui mercati valutari. Ciò si è tradotto in un accumulo di riserve ufficiali molto ampio e persistente (Capitolo V) e nella concomitante esigenza di sterilizzare la liquidità così creata. In molti paesi, compresa la Cina, la sterilizzazione attraverso l'innalzamento della riserva obbligatoria e la vendita di titoli della banca centrale si è dimostrata sempre più difficile o soggetta a effetti collaterali indesiderati. Le riserve obbligatorie remunerate a tassi inferiori a quelli di mercato costituiscono di fatto un'imposta per le banche. In aggiunta, nei mercati non pienamente integrati la vendita di

strumenti da utilizzare a fini di sterilizzazione può sospingerne il rendimento su livelli tali da richiamare ulteriori afflussi di capitali.

Vari paesi hanno inoltre fatto ricorso a misure prudenziali per frenare la rapida espansione del credito e affrontare problemi settoriali o di stabilità finanziaria. In India sono state ad esempio aumentate le ponderazioni di rischio per i mutui ipotecari (dal 50 al 75%, incremento successivamente annullato), gli immobili commerciali (dal 100 al 150%) e il credito al consumo (dal 100 al 125%). Sono inoltre stati inaspriti i requisiti in materia di accantonamenti generali a fronte dei prestiti in determinati settori.

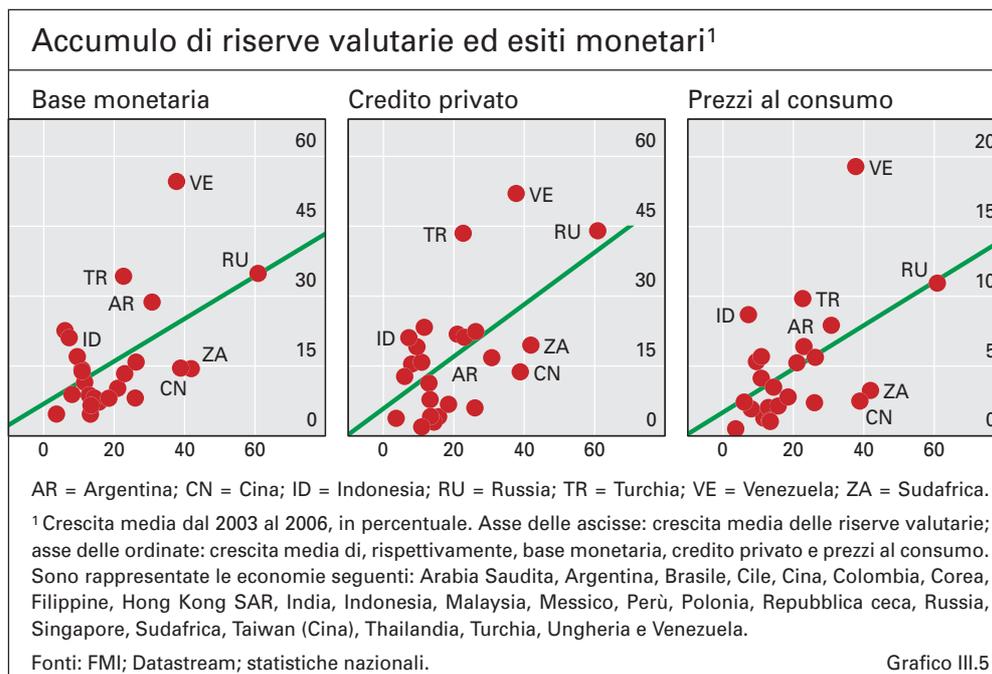
Inoltre, si è tentato di attutire gli effetti degli afflussi di capitali promuovendo i flussi in uscita e agevolando l'acquisizione o la detenzione di valuta estera da parte dei residenti. I vincoli agli investimenti esteri e alla detenzione di attività in valuta sono stati allentati lo scorso anno in Cina, Corea, India e Thailandia. Tra i provvedimenti adottati figurano l'aumento del livello massimo di depositi in valuta per le aziende residenti (Thailandia) o degli acquisti di valuta (Cina), l'introduzione di incentivi ai residenti che investono in attività immobiliari e titoli esteri (Corea) e l'innalzamento del massimale per gli investimenti di portafoglio all'estero (Cina e India). Resta comunque incerto in che misura tali provvedimenti abbiano finora attenuato le pressioni verso un apprezzamento del cambio.

Le difficoltà incontrate nel contrastare le persistenti spinte all'apprezzamento hanno indotto la Thailandia a cercare di arginare gli afflussi di capitali. In un primo momento ciò è avvenuto mediante l'introduzione di limiti alle disponibilità in titoli dei non residenti e ai prestiti dei non residenti alle istituzioni finanziarie nazionali non erogati a fronte di operazioni commerciali o di investimento. Nel dicembre 2006 è stato imposto un obbligo di riserva infruttifera sugli afflussi di capitali a breve termine, analogamente a quanto fatto in precedenza dal Cile. Da allora alcuni di questi controlli sono stati

Si ricorre anche a misure prudenziali ...

... nonché a provvedimenti per promuovere i deflussi ...

... o a controlli sui capitali



allentati in risposta alla reazione fortemente negativa dei mercati, ma le sottostanti pressioni al rialzo sul baht thailandese si sono apparentemente ridotte. Più di recente anche la Colombia ha introdotto simili controlli sui movimenti di capitali.

Fonti ufficiali e di mercato inducono a ritenere che la sterilizzazione e le misure supplementari richiamate sopra non siano state pienamente efficaci nell'assorbire la liquidità creata dagli afflussi di valuta estera. Di fatto, dal 2003 l'accumulo di riserve pare essersi accompagnato in una serie di paesi a una rapida espansione della base monetaria e del credito, nonché a un rialzo dell'inflazione (grafico III.5). Sebbene vadano interpretate con cautela, queste correlazioni semplici rafforzano l'impressione che l'effetto congiunto di condizioni monetarie relativamente accomodanti e di pressioni al rialzo sulla moneta possa comunque determinare un aumento dell'inflazione.

L'accumulo di riserve ha effetti espansivi?

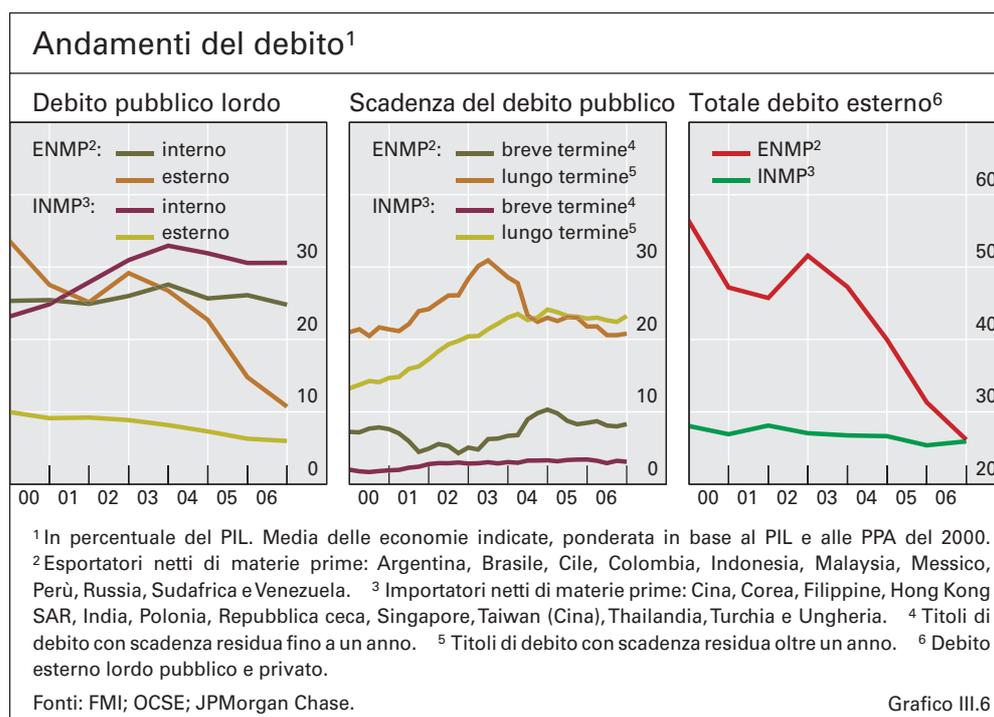
Aggiustamento fiscale a medio termine e gestione del debito

Stabilizzazione e riduzione del debito

La resilienza delle EME e la loro attrattiva agli occhi degli investitori dipendono in larga misura dalla situazione dei conti pubblici e dall'impegno al rigore fiscale. Le autorità hanno tentato attivamente di accrescere la stabilità macro-economica stabilizzando o riducendo il debito pubblico e attuando una serie di operazioni di gestione del debito intese a migliorare le condizioni di finanziamento.

Il debito pubblico lordo (grafico III.6, diagramma di sinistra, somma del debito interno e di quello esterno) è diminuito sia nelle EME che sono esportatrici nette sia in quelle che sono importatrici nette di materie prime. Il

È diminuito il debito pubblico lordo ...



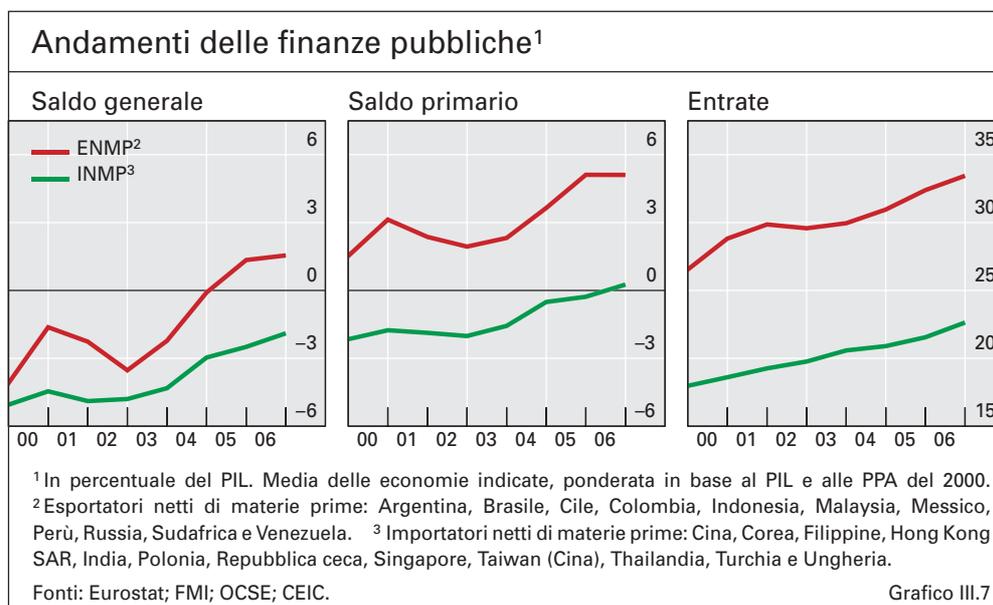
valore mediano del rapporto debito/PIL di tutte le EME è sceso di circa 14 punti percentuali, al 33%, tra il 2003 e il 2006. Il calo è stato particolarmente consistente (oltre il 10% del PIL) in Brasile, Cile, Colombia, Filippine, Indonesia, Perù, Russia, Thailandia, Turchia e Venezuela.

La minore incidenza del debito pubblico lordo sul PIL riflette in parte il vigore della crescita economica e il basso livello dei tassi di interesse, nonché – nei paesi con una quota significativa del debito denominata in valuta – l’apprezzamento della moneta nazionale. Ciò nondimeno, un presupposto più durevole per la riduzione del debito è costituito dal miglioramento dei conti pubblici. Il grafico III.7 mostra una diminuzione dei disavanzi di bilancio e un aumento delle entrate pubbliche, soprattutto nei paesi esportatori netti di materie prime. Ciò è il risultato del sensibile miglioramento della disciplina fiscale; gli avanzi primari (che non comprendono gli esborsi per interessi sul debito) sono aumentati notevolmente negli ultimi anni (grafico III.7, diagramma centrale) e hanno concorso alla riduzione del debito a partire dal 2000.

Si stima che le eccedenze primarie siano moderatamente aumentate nel 2006, e alcuni riscontri inducono a ritenere che i miglioramenti fiscali osservati finora possano essere mantenuti. Per i paesi contraddistinti da ampie entrate provenienti dall’esportazione di materie prime o da una crescita economica vigorosa la preoccupazione principale è consistita nell’evitare un corrispondente aumento della spesa ciclica. Un aspetto strettamente connesso è rappresentato dal fatto che vari paesi hanno costituito fondi di stabilizzazione per potenziare la spesa pubblica nei periodi di congiuntura sfavorevole utilizzando le entrate accumulate durante le fasi favorevoli. Alcuni paesi si sono spinti oltre il concetto di fondo di stabilizzazione congiunturale, costituendo fondi di ricchezza intesi a sostenere le generazioni future quando le risorse non rinnovabili nazionali si saranno esaurite. Ad esempio, nel febbraio 2008 l’attuale fondo petrolifero di stabilizzazione della Russia sarà scisso in due fondi separati, uno di riserva e l’altro destinato alle generazioni future. Oltre al gettito derivante dalle tasse sul greggio (che oggi affluisce al fondo petrolifero),

... grazie anche agli sforzi di risanamento fiscale

I miglioramenti dei conti pubblici possono essere mantenuti



i due nuovi fondi riceveranno gran parte delle entrate rivenienti dalla tassa sull'estrazione delle risorse minerarie applicata al petrolio e al gas, nonché i dazi riscossi sulle esportazioni di petrolio, gas e prodotti petroliferi. Il fondo di riserva sarà mantenuto su un livello pari al 10% del PIL. A Singapore, che pure non dispone di risorse minerarie, la Government Investment Corporation gestisce da molti anni l'equivalente di un fondo di ricchezza per conto dello Stato. I capitali investiti provengono dal surplus accumulato dal settore pubblico e dai contributi dei lavoratori al Central Provident Fund (un istituto previdenziale a gestione pubblica).

Le posizioni fiscali destano ancora preoccupazione

Ciò nonostante, le posizioni fiscali continuano a destare timori. In vari paesi il debito pubblico supera il 50% del PIL anche se le condizioni correnti sono insolitamente favorevoli. In passato le economie con indici di indebitamento così elevati tendevano a non superare i test di sostenibilità del debito (nel senso che i loro avanzi primari non aumentavano in modo da contrastare la crescita del debito). Anche i paesi che attualmente superano tali test potrebbero non riuscirci più se la crescita economica o i corsi delle materie prime dovessero subire un forte calo, oppure se i tassi di interesse dovessero aumentare in misura significativa per un periodo prolungato.

Gestione del debito

La sostenibilità del debito dipende dalla composizione, oltre che dall'entità dello stesso. Le passività a breve espongono i mutuatari a rischi di tasso di interesse e di rifinanziamento, mentre una quota consistente di debito denominata in valuta espone il paese al pericolo di un deprezzamento del cambio.

Le operazioni di gestione del debito per migliorare la resilienza ...

Per ridurre tali rischi e accrescere la resilienza agli shock, varie EME hanno effettuato operazioni di gestione del debito. Queste operazioni, che – come nel caso del Messico – si iscrivono talvolta in schemi formalizzati, mirano a migliorare le condizioni di finanziamento, allungare le scadenze, ridurre la posizione scoperta in valuta e accrescere il ricorso ai mercati finanziari nazionali in alternativa a quelli internazionali. A titolo esemplificativo, nel settembre 2006 la Turchia ha effettuato un'operazione di allungamento delle scadenze, lanciando un'obbligazione globale a 10 anni in cambio di titoli a breve termine con cedola più elevata e contante. Altre iniziative in questo senso sono state intese a sostituire le passività sull'estero con strumenti di debito sull'interno denominati in moneta nazionale. Benché possano accrescere nell'immediato i costi per interessi del finanziamento (al debito in moneta locale si accompagnano di norma tassi superiori rispetto a quello in valuta), tali operazioni riducono la vulnerabilità a un deprezzamento del cambio. A questo scopo, nell'agosto 2006 il Messico ha riacquistato \$12 miliardi di prestiti e obbligazioni sull'estero sostituendoli con passività in pesos. Nel contempo, le EME si sono adoperate per accrescere l'emissione di titoli a tasso fisso con scadenze più lunghe.

... allungano le scadenze e riducono il debito estero

Nell'insieme, le suddette iniziative sono riuscite in primo luogo ad allungare la scadenza media del debito pubblico non utilizzato a fini di sterilizzazione. Ciò trova riflesso nell'aumento delle passività a più lungo termine rispetto a quelle a breve tra i paesi che sono importatori netti di materie prime (grafico III.6, diagramma centrale). Va notato inoltre che la

classificazione adottata non rileva l'allungamento delle scadenze oltre l'anno, di fatto osservato in alcuni paesi e più in particolare in Messico. In secondo luogo, è diminuita la quota di debito denominata in valuta, riducendo il grado di esposizione alle oscillazioni del cambio. In Brasile la percentuale di debito esterno o collegato a valute estere, al netto delle riserve, è scesa da quasi il 39% del PIL nel 2002 a meno del 10% nel 2006 e in Turchia è passata dal 56 al 36%. I disallineamenti valutari, una delle cause principali delle crisi degli anni ottanta e novanta, sono diminuiti a livello aggregato. Grazie ai saldi di bilancio positivi, molte EME hanno potuto ridurre sia il debito pubblico sia il debito esterno totale (grafico III.6, diagrammi di sinistra e di destra), accrescendo la loro resilienza.

Flussi valutari e prezzi delle attività nelle EME

Le crisi degli anni novanta insegnano che i flussi finanziari possono incidere in misura notevole sugli andamenti macroeconomici. La crisi asiatica del 1997 fu preceduta da spinte all'apprezzamento, collegate ad afflussi di capitali, e da un basso costo del denaro che a sua volta aveva determinato un rincaro delle attività. Arresti improvvisi o inversioni di direzione degli afflussi di capitali sono stati seguiti da forti deprezzamenti del cambio, dal crollo dei prezzi delle attività e da gravi recessioni. I disavanzi di parte corrente preesistenti e le perdite connesse ai disallineamenti valutari hanno acuito questi problemi, dando talvolta origine a crisi bancarie.

Le condizioni attuali delle EME presentano alcune analogie con quelle precedenti la crisi del 1997, ad esempio per quanto concerne le spinte all'apprezzamento, il basso costo del denaro e il rincaro delle attività. Ciò nondimeno, si rilevano anche notevoli differenze. Fatte salve alcune importanti eccezioni, le spinte all'apprezzamento si sono accompagnate ad avanzi di parte corrente. Inoltre, le riserve valutarie hanno raggiunto livelli record, superiori al valore soglia convenzionale stabilito dai parametri di adeguatezza di gran parte di questi paesi.

Fatti stilizzati

I mercati emergenti dispongono oggi di abbondante liquidità in valuta. Ne sono un'indicazione il netto apprezzamento del cambio in alcuni paesi e il consistente accumulo di riserve valutarie. In una serie di EME queste ultime sono aumentate rapidamente negli ultimi anni e alla fine del 2006 erano pari a \$3 trilioni, cifra corrispondente a circa il 27% del PIL di tali paesi. All'accumulo delle riserve in Cina è riconducibile una parte consistente dell'aumento dello scorso anno (quasi il 44%), sebbene anche le quote riferite a Russia (21%), India, Corea e Brasile (5-7% ciascuno) siano state significative (tabella III.2; si veda anche il Capitolo V).

A differenza degli anni novanta, nel periodo recente la fonte principale degli afflussi di valuta sono stati gli avanzi correnti e non i flussi di capitali. Nel 2006 l'avanzo corrente aggregato delle EME è salito a oltre \$600 miliardi, mentre gli afflussi netti di capitali privati sono risultati meno della metà. Di fatto, sebbene tali afflussi in termini di dollari siano vicini ai massimi storici e

Abbondante liquidità in valuta nelle EME ...

... grazie agli avanzi di parte corrente

Bilancia dei pagamenti

In miliardi di dollari USA

	Media annua 1996-97	Media annua 1998-2003	2004	2005	2006
Economie emergenti¹					
Saldo del conto corrente	-83	93	300	512	638
Flussi netti di capitali privati	208	88	239	257	256
Flussi ufficiali netti	10	-1	-58	-123	-144
Variazione delle riserve ²	-95	-156	-508	-590	-738
Asia					
Saldo del conto corrente	-12	109	172	245	340
Flussi netti di capitali privati	82	11	143	70	54
Flussi ufficiali netti	-1	-1	-7	-3	-10
Variazione delle riserve ²	-41	-112	-339	-284	-366
America latina					
Saldo del conto corrente	-53	-43	20	35	49
Flussi netti di capitali privati	86	41	13	34	10
Flussi ufficiali netti	1	10	-9	-30	-18
Variazione delle riserve ²	-22	-3	-23	-33	-47
Europa centrale e orientale					
Saldo del conto corrente	-20	-25	-59	-63	-89
Flussi netti di capitali privati	28	37	75	118	121
Flussi ufficiali netti	-1	-1	-7	-8	-5
Variazione delle riserve ²	-9	-10	-14	-48	-21
Comunità di Stati Indipendenti					
Saldo del conto corrente	-1	27	63	88	99
Flussi netti di capitali privati	-4	-1	8	38	66
Flussi ufficiali netti	-2	-5	-7	-22	-33
Variazione delle riserve ²	1	-13	-54	-76	-127
Medio Oriente					
Saldo del conto corrente	13	31	99	189	212
Flussi netti di capitali privati	9	-4	-7	-11	-6
Flussi ufficiali netti	1	-11	-34	-61	-81
Variazione delle riserve ²	-10	-11	-45	-105	-126

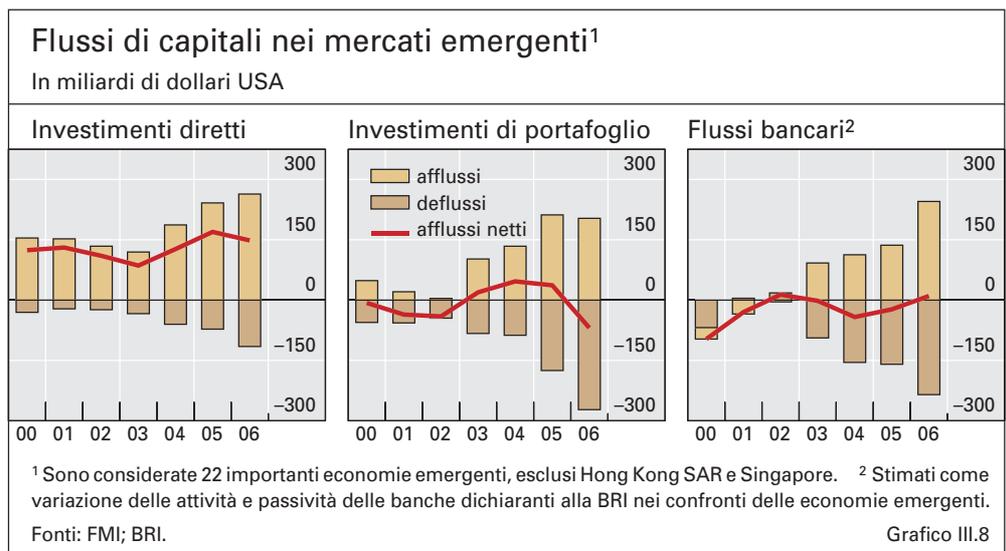
Nota: eventuali discrepanze dei saldi del conto corrente rispetto alla tabella III.1 sono ascrivibili a differenze nella copertura geografica.

¹ Comprende l'Africa. ² Un valore negativo indica un aumento.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella III.2

superiori ai picchi della metà degli anni novanta, in percentuale del PIL essi sono scesi sensibilmente in alcune importanti regioni. I flussi bancari e per investimenti diretti esteri (IDE) sono ora più cospicui di quelli per investimenti di portafoglio (grafico III.8). Ciò nondimeno, in determinate aree (quali la Comunità di Stati Indipendenti e l'Europa centrale e orientale) gli afflussi di capitali sono stati particolarmente significativi. Ingenti afflussi hanno parimenti continuato a finanziare i disavanzi di parte corrente in India, Sudafrica, Turchia e Ungheria.



Questa fisionomia dei saldi a livello internazionale presenta tre implicazioni. In primo luogo, l'esistenza di ampi avanzi correnti rende le EME meno vulnerabili che in passato agli shock e agli arresti improvvisi dei flussi di capitali. Nell'episodio di volatilità sui mercati emergenti registrato nel 2006, i paesi che si sono rivelati più esposti alle turbative finanziarie sono stati quelli con ingenti disavanzi correnti. La quota elevata di IDE, piuttosto stabili, sul totale dei flussi rende inoltre meno probabile un'inversione di questi ultimi.

Minore vulnerabilità di fronte ad arresti improvvisi dei flussi

In secondo luogo, le politiche attuate da alcuni paesi implicano che gli avanzi correnti possano determinare persistenti spinte verso un apprezzamento del cambio. Alcune EME impongono ancora obblighi di deposito di valuta agli esportatori e limiti ai movimenti di capitali in uscita. Ciò comporta che cospicui quantitativi di valuta estera provenienti dagli avanzi correnti e dai flussi di capitali entrino nel mercato dei cambi. Molti paesi continuano a contrastare le spinte all'apprezzamento che ne derivano, con le conseguenze richiamate in precedenza.

Le misure ufficiali rafforzano le spinte all'apprezzamento

In terzo luogo, i flussi netti di capitali possono sottostimare la quota di partecipazione estera nelle EME, rispecchiata in particolare dagli afflussi lordi e dalle crescenti disponibilità estere di attività di tali mercati. Gli investimenti di portafoglio lordi in vari paesi sono stati di entità notevole negli ultimi anni (grafico III.8). Una stima recente mostra ad esempio che nel 2006 i flussi lordi di capitali verso le economie emergenti dell'Asia (corrispondenti a circa il 5-6% del PIL) erano vicini ai massimi della metà degli anni novanta (prima delle crisi asiatica e russa). Di conseguenza, le disponibilità estere di strumenti di debito in valuta locale sono aumentate sensibilmente in una serie di EME (Brasile, Indonesia, Malaysia, Messico, Repubblica ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria), anche se al di fuori dell'Europa centrale restano relativamente ridotte in termini di quota. Inoltre, la proporzione dei mercati azionari delle EME aperta agli investitori stranieri è relativamente elevata in termini di capitalizzazione di borsa (circa il 34% del totale nel dicembre 2006, sulla base dell'indice IFC). La volatilità degli indici azionari e delle componenti accessibili agli investitori esteri rende tuttavia difficile individuare una tendenza in termini di apertura a tali operatori.

Afflussi lordi significativi

Cresce la partecipazione estera nei mercati delle attività delle EME ...

Buona parte dei flussi lordi di portafoglio verso le EME è attribuibile ai grandi fondi e agli investitori istituzionali dei mercati sviluppati, oltre che agli *hedge fund*. I fondi pensione e quelli che investono in titoli a reddito fisso stanno gradualmente diversificando i rispettivi portafogli a livello internazionale, a vantaggio dei mercati emergenti, mentre il patrimonio gestito dagli *hedge fund* che seguono una strategia mirata alle EME sarebbe aumentato sensibilmente negli ultimi anni (Capitolo VI). Inoltre, gli investitori esteri possono in misura crescente assumere posizioni in attività dei mercati emergenti senza che questo trovi necessariamente riflesso nelle statistiche sui flussi di capitali. Ciò può avvenire attraverso un intenso ricorso ai derivati e più in particolare ai contratti a termine non consegnabili (*non-deliverable forward*) nelle monete delle economie emergenti.

... di riflesso a fattori esogeni ed endogeni

Vari fattori economici sembrano all'origine della maggiore partecipazione estera nei mercati delle attività dei paesi emergenti. Tra questi figurano fattori esogeni, quali ad esempio la maggiore propensione al rischio, il persistere di bassi rendimenti relativi nei mercati finanziari sviluppati e il reimpiego dei proventi petroliferi in dollari nelle EME non produttrici di petrolio. Anche taluni fattori endogeni, come i migliori fondamentali economici, hanno svolto un ruolo importante. Ad esempio, il calo del debito estero o di quello del settore pubblico (si veda sopra) ha determinato un miglioramento del merito di credito dei mutuatari sovrani, richiamando gli investitori esteri. Anche gli sviluppi tecnologici hanno promosso gli investimenti nei mercati finanziari delle EME, poiché hanno notevolmente facilitato il monitoraggio del loro andamento.

I deflussi occultano gli afflussi

L'aumento degli afflussi è stato messo in ombra dalla presenza di ingenti deflussi, di riflesso al crescente stock di attività finanziarie del settore privato delle EME, alla liberalizzazione degli investimenti all'estero e agli investimenti esteri degli enti governativi (tra cui i fondi di stabilizzazione delle materie prime o i fondi di ricchezza richiamati in precedenza). Negli ultimi due anni i deflussi lordi per investimenti di portafoglio sono stati relativamente cospicui (al confronto con le altre EME) in Arabia Saudita, Cina, Corea, Malaysia e Russia.

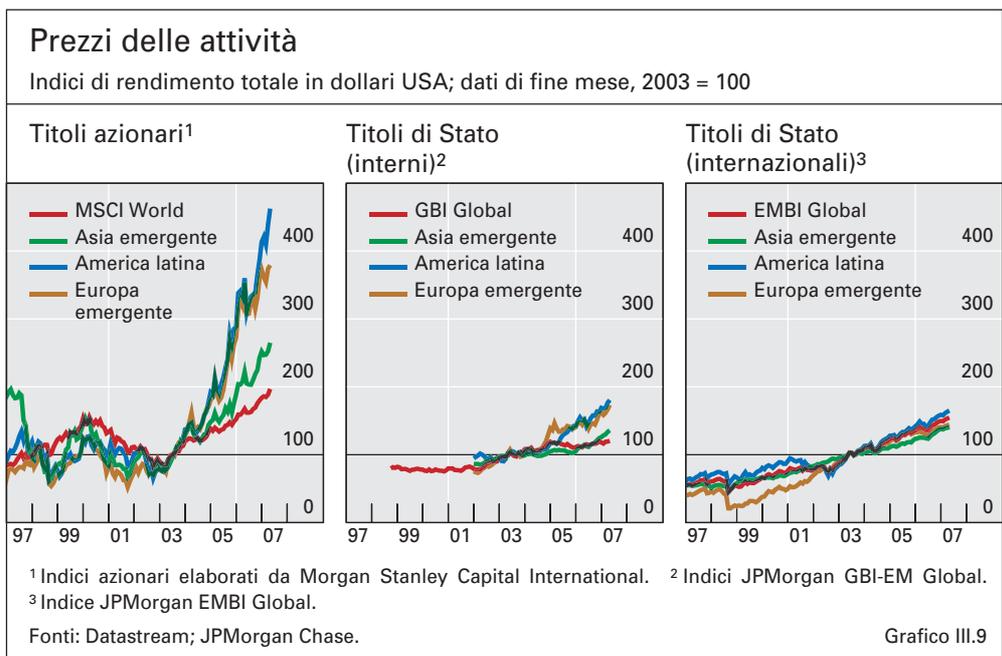
Implicazioni per i mercati delle attività nelle EME

Aumentano i rendimenti sulle attività delle EME

Alla crescente integrazione con i mercati finanziari globali si sarebbe accompagnata una notevole ascesa dei rendimenti delle attività delle EME (grafico III.9). L'incremento è stato particolarmente elevato nel caso dei titoli azionari che, nonostante episodi occasionali di volatilità, si sono rivelati ben più remunerativi delle obbligazioni sia nazionali (diagramma centrale) sia internazionali (diagramma di destra). Il differenziale di volatilità tra le azioni e le obbligazioni sembra essersi ampliato (grafico III.10) e questo potrebbe avere implicazioni macroeconomiche. Allo stesso tempo, la crescita dei prezzi delle attività ha determinato un aumento corrispondente della ricchezza finanziaria: di conseguenza, le oscillazioni di tali prezzi potrebbero influire sulla domanda aggregata in misura più significativa rispetto al passato.

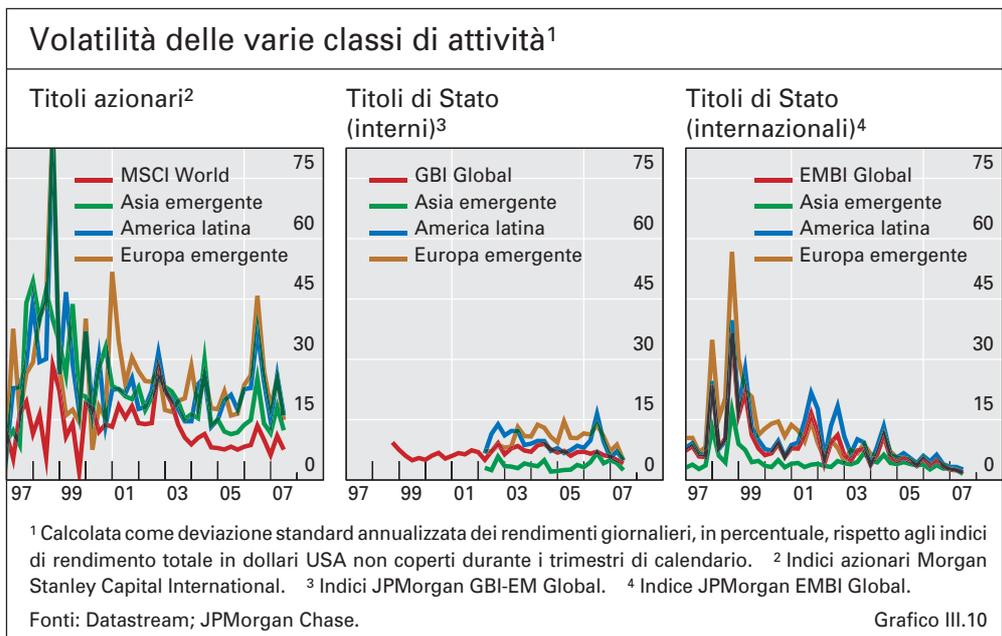
Anche la capitalizzazione di borsa è cresciuta

Per citare talune grandezze, gli indici di capitalizzazione di borsa delle EME sono aumentati notevolmente nel corso di questo decennio e corrispondono oggi in media al 79% del PIL in Asia (esclusi Hong Kong SAR e Singapore),



al 47% in America latina e al 38% nell'Europa centrale. Essi rimangono comunque inferiori alle percentuali osservate negli Stati Uniti e in Giappone (rispettivamente 124 e 108%). Studi recenti mostrano che la propensione marginale al consumo di lungo termine derivante da una variazione di valore della ricchezza azionaria è ancora relativamente ridotta negli Stati Uniti: circa un centesimo per dollaro a breve termine e 4 nel lungo periodo (a titolo di confronto, le stime corrispondenti per la ricchezza immobiliare sono di 2 e 9 centesimi per dollaro).

Gli effetti di ricchezza nelle EME potrebbero essere tuttavia inferiori, nella misura in cui le azioni sono detenute soprattutto dai segmenti più benestanti della popolazione e da soggetti esteri (e non dalle famiglie in generale, come avviene invece negli Stati Uniti e in Giappone).



I mercati immobiliari hanno un ruolo rilevante ...

Come già detto, anche gli effetti di ricchezza connessi ad altre attività, e più in particolare alle proprietà immobiliari, possono svolgere un ruolo di rilievo. L'esperienza della crisi asiatica degli anni novanta sta a indicare che la creazione di liquidità collegata agli interventi valutari può concorrere a determinare bruschi rialzi dei prezzi immobiliari e un ciclo *boom-bust* tale da produrre gravi turbative al settore economico e a quello finanziario. Questo potrebbe valere oggi per i paesi che hanno registrato una rapida crescita del credito al settore privato. Sebbene la limitatezza dei dati renda difficile una valutazione dei rischi, nel 2006 i prezzi immobiliari sono aumentati in misura significativa (con tassi quasi a due cifre, se non superiori) in Corea e Sudafrica, oltre che a Manila e Mumbai. La rapida espansione del credito induce a ritenere che i prezzi siano aumentati anche in altri mercati per i quali non sono disponibili statistiche sul valore degli immobili. In alcuni casi è emerso il timore che gli operatori esteri contribuiscano direttamente alla volatilità dei mercati immobiliari interni con i loro investimenti. In Cina ciò ha portato il governo a limitare questi ultimi. In India, invece, le autorità hanno introdotto di recente alcune restrizioni sui finanziamenti esteri nel settore immobiliare.

... ma le EME appaiono resilienti

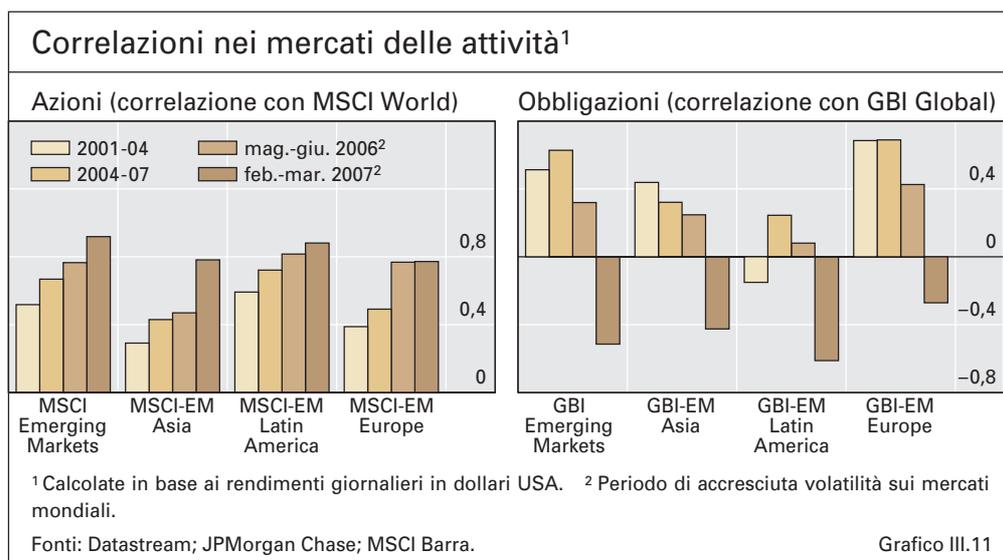
Esistono tuttavia anche motivi per ritenere che le EME siano più resilienti che in passato agli shock sui mercati immobiliari. In primo luogo, come indicato in precedenza, la crescita più rapida del credito è stata registrata nei paesi con un rapporto credito/PIL relativamente basso. In secondo luogo, in alcuni casi il rincaro delle attività immobiliari non è un fenomeno diffuso. In Corea, ad esempio, gli incrementi maggiori sembrano limitati ad alcuni quartieri benestanti e interessano quindi solo una parte ridotta della popolazione. In terzo luogo, molti paesi hanno tratto insegnamento dalle crisi degli anni novanta, rafforzando i rispettivi settori finanziari al fine di contenere i rischi.

La sempre maggiore partecipazione estera desta timori

La crescente partecipazione estera ai mercati finanziari delle EME concorre ad accrescere lo spessore e l'efficienza di tali mercati. Ciò nonostante, sono stati talora espressi due timori. Il primo è che una forte presenza estera possa accrescere la volatilità sui mercati di piccole dimensioni, allontanando i prezzi dai fondamentali dell'economia nazionale. Il secondo riguarda il pericolo che i mercati nazionali diventino più vulnerabili alle ripercussioni o al contagio degli shock esterni. Per quanto riguarda il primo timore, esistono alcuni riscontri di una "caccia ai rendimenti" (acquisto di titoli già ben remunerati) nei mercati azionari asiatici. Questo potrebbe indicare che i rendimenti di tali mercati sono stati amplificati dalla partecipazione degli investitori esteri. Inoltre, determinate strategie di investimento (come ad esempio i *carry trade*, che cercano di lucrare la maggiore remunerazione delle attività delle EME) hanno comportato sovrarendimenti persistentemente favorevoli, in evidente violazione delle condizioni di parità di arbitraggio o di tasso di interesse proprie di un mercato efficiente. Ciascuna di queste situazioni potrebbe spianare la strada a iperreazioni e a una potenziale volatilità. Un ulteriore elemento, forse ancora più pericoloso, è la possibilità che gli investitori esteri siano maggiormente inclini di quelli nazionali a strategie di "mordi e fuggi" e che questo renda più volatili i mercati delle attività.

Cresce la correlazione tra i rendimenti azionari ...

Per quanto concerne la maggiore esposizione agli shock esterni, la correlazione tra i rendimenti azionari mondiali e quelli delle EME sarebbe cresciuta



dalla metà del 2004 (in coincidenza con l'inizio del ciclo di inasprimento avviato dalla Federal Reserve) rispetto al periodo 2001-04 (grafico III.11).

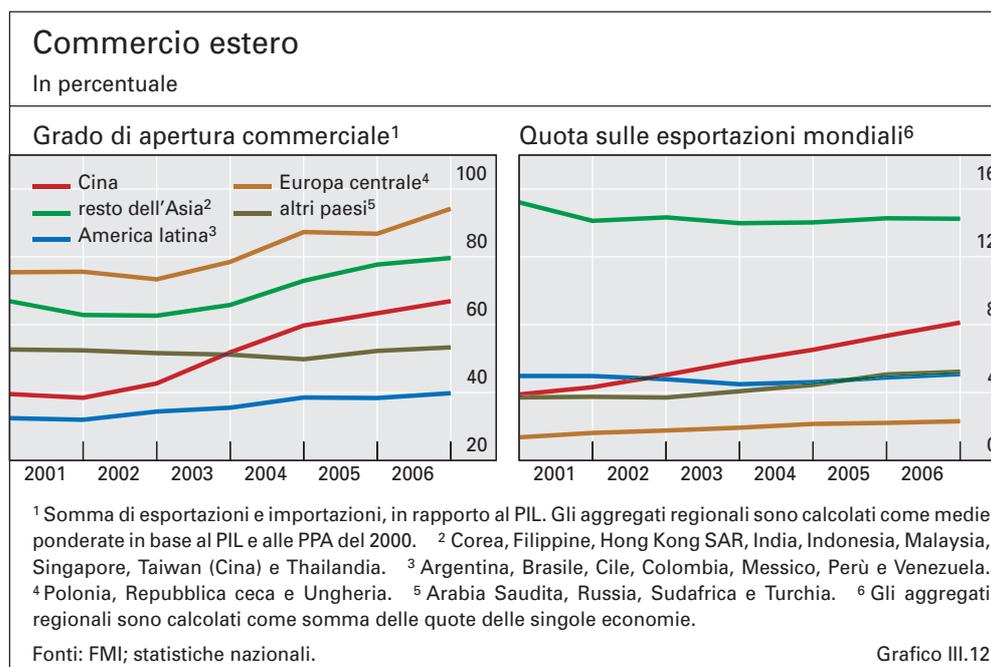
Inoltre, la suddetta correlazione è risultata ancora superiore negli episodi più recenti di volatilità sui mercati internazionali (maggio-giugno 2006 e febbraio-marzo 2007). Sebbene una correlazione di questo tipo vada interpretata con cautela, essa potrebbe indicare che i mercati azionari delle EME sono oggi più esposti agli shock esterni, soprattutto nei periodi di elevata volatilità.

Ciò nondimeno, esistono anche alcuni elementi a sostegno della tesi che la maggiore integrazione con i mercati globali non si sia accompagnata a una crescita della volatilità nei prezzi delle attività finanziarie delle EME. Anzitutto, l'aumento della correlazione tra gli indici mondiali e quelli dei mercati emergenti vale per le azioni, mentre è meno evidente nel caso delle obbligazioni (grafico III.11). Inoltre, i rapporti prezzo/utigli in molte EME non sembrano elevati rispetto a quelli dei paesi industriali. Nel periodo recente il loro valore mediano si è collocato attorno a 15, livello pressoché identico a quello dell'area dell'euro ma inferiore rispetto al 18 degli Stati Uniti. Occorre tuttavia notare che ultimamente la dispersione di questo rapporto nell'ambito delle EME è aumentata in misura considerevole e che dalla metà del 2006 si è quasi triplicata. Il rapporto prezzo/utigli è quindi molto più elevato in alcuni paesi (tra cui la Cina, dove a metà maggio risultava pari a 34) che in altri. Infine, come mostra il grafico III.10, la volatilità sui mercati è generalmente calata dalla fine degli anni novanta, quando la partecipazione estera era inferiore. Se a prima vista ciò potrebbe indicare che la presenza degli investitori stranieri non ha accresciuto la volatilità, va peraltro rilevato che il fenomeno ha riguardato anche molti altri mercati. Questo vuol dire che un aumento dell'avversione al rischio a livello globale potrebbe comunque produrre effetti significativi sulle EME.

... ma la volatilità rimane modesta

Il commercio con l'estero della Cina: fatti stilizzati e implicazioni

Dopo l'adesione all'OMC nel dicembre 2001, la Cina ha visto raddoppiare la sua quota sul totale delle esportazioni mondiali (all'8%, grafico III.12). Nel



contempo, è anche diventata una delle cinque destinazioni principali delle esportazioni provenienti dalle EME asiatiche. Alla base di questa evoluzione si trova il suo nuovo ruolo di centro manifatturiero mondiale per la produzione di beni finiti a partire da beni intermedi e strumentali importati. Tali andamenti sollevano tre interrogativi. Qual è l'influenza sulle opportunità commerciali per i paesi partner della Cina? In che modo è cambiata l'esposizione di questi partner agli shock esterni? Quali sono le implicazioni per le politiche valutarie della regione?

I cambiamenti nella struttura dell'interscambio

Tre elementi contraddistinguono il ruolo emergente della Cina nel commercio globale. In primo luogo, la Cina ha soppiantato alcune altre EME asiatiche sui mercati dei paesi industriali, ma è anche divenuta un importante sbocco per i beni di tali economie. La quota delle economie industriali avanzate (Stati Uniti, Unione europea e Giappone) sul totale delle esportazioni delle EME asiatiche è andata calando (tabella III.3), mentre quella delle esportazioni cinesi verso le economie industriali avanzate è aumentata (con la notevole eccezione del Giappone). Tra il 1996-2001 e il 2005-06 il peso della Cina sul totale delle esportazioni delle EME asiatiche è salito dal 13 al 22% e quello di queste ultime sul totale delle importazioni cinesi è passato dal 31 al 35%.

In secondo luogo, una percentuale significativa di importazioni cinesi è rappresentata da input produttivi destinati soprattutto al settore delle esportazioni. Circa il 70% di quanto viene importato dalla Cina è costituito da beni intermedi, il 57% dei quali proviene dalle EME asiatiche e dal Giappone (grafico III.13, diagramma di sinistra). Allo stesso tempo, i beni di consumo e di investimento rappresentano il 72% delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti e il 68% di quelle verso l'Unione europea. Ciò rivela una crescente integrazione verticale dei processi produttivi in Asia, in linea con il fatto che

La Cina costituisce un mercato rilevante per l'Asia ...

... e importa soprattutto input di produzione ...

Quote commerciali dei paesi asiatici				
Medie, in percentuale, rispettivamente delle esportazioni e delle importazioni totali				
	Esportazioni		Importazioni	
	1996-2001	2005-06	1996-2001	2005-06
Asia emergente esclusa la Cina ¹				
Stati Uniti	21,0	14,6	14,3	9,4
Unione europea	15,9	13,6	12,9	10,3
Giappone	10,1	8,0	17,9	13,9
Cina	12,9	21,8	13,7	18,4
Commercio interno all'Asia emergente esclusa la Cina ¹	25,2	26,4	24,4	26,5
America latina ²	1,8	1,8	1,2	1,3
Medio Oriente ³	2,7	3,4	6,3	9,2
Africa ³	1,3	1,6	1,4	1,1
Cina				
Stati Uniti	19,9	21,4	11,3	7,5
Unione europea	15,6	19,3	14,6	11,3
Giappone	17,4	10,2	19,7	14,9
Hong Kong SAR	20,2	16,0	4,6	1,6
Asia emergente escluse Cina e Hong Kong SAR	12,7	14,5	30,9	34,8
America latina ²	1,7	2,4	2,2	3,9
Medio Oriente ³	2,6	3,3	3,0	5,3
Africa ³	1,7	2,3	1,6	3,2
<i>Per memoria: commercio interno all'Unione europea</i>	<i>66,9</i>	<i>67,5</i>	<i>63,4</i>	<i>62,6</i>

¹ Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia.
² Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ³ Raggruppamento regionale utilizzato dalla Direction of Trade dell'FMI.

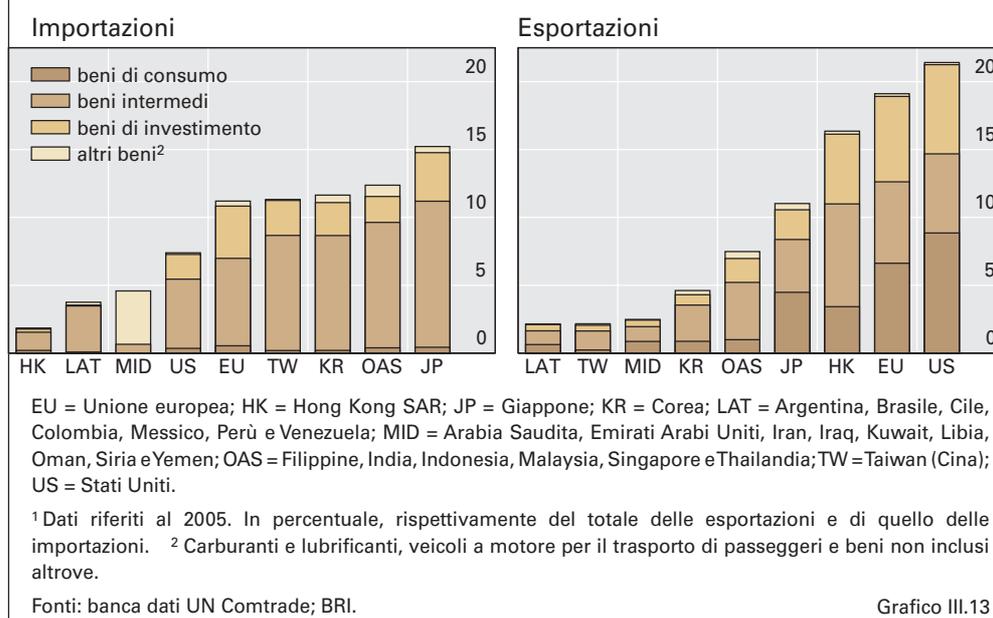
Fonti: FMI; elaborazioni BRI. Tabella III.3

taluni paesi sembrano godere di un vantaggio comparato in particolari fasi produttive. Le esportazioni cinesi hanno pertanto un contenuto di importazioni relativamente elevato e il loro valore aggiunto è conseguentemente basso. Inoltre, i margini della distribuzione rappresentano spesso una percentuale ancora superiore del prezzo finale al dettaglio delle esportazioni cinesi. Si stima ad esempio che una bambola venduta a \$20 negli Stati Uniti contenga appena 35 centesimi di valore aggiunto dalla manodopera cinese.

Un altro aspetto evidenziato dal grafico III.13 è che le relazioni commerciali della Cina vanno ben oltre le reti produttive asiatiche. In particolare, le importazioni cinesi hanno contribuito in misura significativa alla domanda di materie prime dal Medio Oriente e dall'America latina e nel periodo recente rappresentavano rispettivamente il 5 e il 3,3% circa delle esportazioni totali di queste regioni. La cifra corrispondente per l'Africa è il 7%. Alla Cina è inoltre riconducibile una percentuale significativa della domanda incrementale delle materie prime principali. A titolo di esempio, tra il 2004 e il 2006 il paese ha rappresentato in media circa il 37% della crescita annua della domanda mondiale di petrolio. Oggi è il secondo importatore di greggio in Asia dopo il

... oltre ad avere un ruolo importante sui mercati delle materie prime

Interscambio della Cina in base ai partner commerciali e al tipo di beni¹



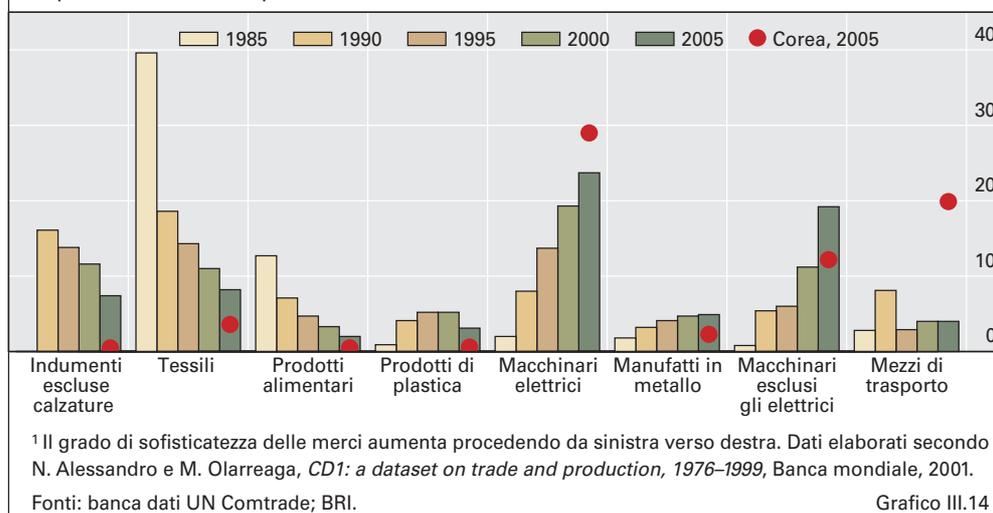
Giappone e si prevede che la domanda aumenti del 5-7% l'anno. La Cina è anche il principale consumatore mondiale di materie prime quali rame, nichel e zinco e, data la sua forte domanda di tali prodotti, ha contribuito in misura significativa al rialzo delle loro quotazioni. È verosimile che tale domanda persista per qualche tempo, poiché la Cina si trova ancora nelle fasi iniziali del processo di industrializzazione, quando gli investimenti in infrastrutture rivestono un'importanza particolare.

In terzo luogo, le esportazioni cinesi si stanno gradualmente riorientando verso i prodotti con un contenuto più elevato di tecnologia, a scapito di quelli

La risalita della scala tecnologica

Interscambio della Cina in base al livello di sofisticatezza delle merci¹

In percentuale delle esportazioni di manufatti



ad alta intensità di lavoro e minor grado di sofisticatezza. Tra il 1998 e il 2005 la quota dei beni di consumo sulle esportazioni di prodotti finali è scesa dal 48 al 32%, mentre quella dei beni di investimento è salita dal 15 al 26% (il resto è rappresentato principalmente dai beni intermedi). Anche la percentuale di manufatti sul totale delle esportazioni è aumentata, con un incremento dei beni più sofisticati, quali ad esempio i macchinari (grafico III.14). L'incentivo a risalire la scala tecnologica è stato accresciuto dall'annuncio, nel settembre 2006, di un'abolizione o riduzione degli sgravi fiscali per determinati prodotti di esportazione a basso valore aggiunto, elevato potere inquinante o alto consumo di risorse. Il governo ha inoltre investito massicciamente nella promozione delle attività di ricerca e sviluppo, anche se l'assenza di un'adeguata tutela della proprietà intellettuale resta un potenziale deterrente per le attività produttive ad alto contenuto di tecnologia.

Implicazioni a medio termine: come ha influito la Cina sulle opportunità commerciali?

La precedente analisi suggerisce che gli effetti della Cina sulle opportunità commerciali delle altre EME sono eterogenei, in quanto tale paese costituisce potenzialmente sia un concorrente sia un nuovo mercato per i beni e i servizi. Ad alcune economie latinoamericane e africane che esportano materie prime e non sono in concorrenza con la Cina, l'ingresso di quest'ultima nel commercio internazionale offre chiari benefici in termini di ragioni di scambio. Tali benefici potrebbero tuttavia essere in parte annullati nella misura in cui questi paesi importano petrolio. Ci si può attendere un effetto positivo netto anche per quelle economie che sono state soppiantate dalla Cina nelle attività a basso valore aggiunto o di assemblaggio, ma che ora le forniscono input di produzione. La concorrenza cinese potrebbe ad esempio spiazzare i computer assemblati in Corea per il mercato dei paesi industriali, ma tale impatto potrebbe essere ampiamente controbilanciato dalla maggiore domanda di componenti coreane quali i semiconduttori.

L'ingresso della Cina nel commercio internazionale è positivo per alcuni ...

D'altro canto, i paesi che sono in concorrenza con la Cina sul mercato dei beni finali e che non hanno modo di compensare con la vendita di input di produzione a tale paese vedranno ridursi le loro opportunità commerciali. La Cina ha soppiantato il Messico e l'America centrale nella fornitura di tessili e abbigliamento agli Stati Uniti e risulta sempre più competitiva sul mercato dei beni che incorporano tecnologie intermedie (prodotti elettronici ed elettrici, computer e componenti per il settore automobilistico). In alcuni altri paesi le ripercussioni negative sono imputabili anche alle politiche nazionali. A titolo di esempio: la Cina è leader mondiale nella vendita di abbigliamento sui mercati internazionali, in concorrenza diretta con l'India. Le importazioni cinesi di tessili di qualità per la produzione di questi beni sono aumentate, ma provengono principalmente dal Giappone e dalle economie di recente industrializzazione. La Cina non li importa dall'India, che pure è il secondo produttore a livello mondiale. Ciò è in parte dovuto alle restrizioni sulle esportazioni di tessili imposte dal governo indiano.

... ma per altri potrebbe rivelarsi problematico

Le opportunità commerciali a medio termine create dall'integrazione mondiale della Cina sarebbero notevolmente superiori se la domanda di

Le importazioni cinesi per il consumo interno sono ridotte

importazioni di tale paese iniziasse a riflettere la domanda interna finale, oltre che quella indotta dalle economie verso le quali esporta. Ciò non avviene ancora. I beni di consumo finali costituiscono appena il 4% delle importazioni totali della Cina e alcuni calcoli indicano che l'elasticità della domanda di importazioni ordinarie (vale a dire di quelle non destinate a un'ulteriore lavorazione nel settore delle esportazioni) rispetto alla spesa interna è insignificante. In linea con quanto sopra, la Cina sembra inoltre impegnata in un processo di sostituzione su vasta scala delle importazioni; ad esempio, di recente ha raggiunto l'autosufficienza per quanto riguarda l'acciaio.

Un interrogativo connesso a medio termine è se la rapida crescita e la domanda di materie prime e beni intermedi importati della Cina siano di per sé sostenibili. Dietro agli elevatissimi tassi di investimento cinesi potrebbero nascondersi progetti con rendimenti bassi, se non addirittura negativi. Elevati saggi di accumulazione di capitale avevano contraddistinto anche l'Est asiatico negli anni ottanta e agli inizi degli anni novanta, per poi culminare nella crisi del 1997-98.

Il sovrainvestimento mette a repentaglio la crescita ...

Evidenze recenti stanno a indicare che il più agevole accesso al sistema finanziario formale da parte delle imprese cinesi di proprietà statale (*state-owned enterprise*, SOE) favorisce il sovrainvestimento e abbassa il rendimento marginale del capitale. Di fatto, la produttività delle SOE è inferiore di circa il 30% a quella delle imprese private. Si stima che una più efficiente allocazione delle risorse possa consentire alla Cina di ridurre gli investimenti in misura corrispondente al 5% del PIL e di incrementare i consumi senza penalizzare la crescita economica. Nel momento attuale le autorità cercano di contenere gli investimenti non produttivi mediante una serie di provvedimenti amministrativi, la riduzione della crescita del credito (a volte in modo selettivo) e l'inasprimento monetario. A questa azione di parte ufficiale devono tuttavia affiancarsi forze di mercato che operino anch'esse in modo efficiente e rapido per limitare gli investimenti non produttivi. È evidente che quanto più a lungo saranno tollerate queste allocazioni distorte delle risorse, tanto maggiori saranno alla fine le conseguenze.

... e fa aumentare l'esposizione delle banche

Un'implicazione connessa del facile accesso al credito è rappresentata dalla forte concentrazione delle esposizioni bancarie verso le SOE meno redditizie. Secondo dati ufficiali, circa il 40% delle SOE industriali è in perdita. Gran parte dei profitti aggregati è riconducibile a un numero relativamente ridotto di imprese, la cui fonte di finanziamento principale è costituita dagli utili non distribuiti e non dal credito bancario. Ciò vuol dire che una percentuale significativa degli impieghi delle banche cinesi potrebbe trasformarsi in sofferenze ove l'economia dovesse subire un marcato rallentamento. Questo avrebbe presumibilmente conseguenze significative anche sul piano fiscale se nel frattempo le banche cinesi non avranno accresciuto sensibilmente la loro redditività.

Non si rilevano effetti di "svuotamento"

Un'ulteriore preoccupazione sul medio periodo per i concorrenti tecnologicamente più avanzati, come la Corea, è la possibilità di ritrovarsi "svuotati" a causa della crescente tendenza a trasferire in Cina posti di lavoro del settore manifatturiero. A questo riguardo è lecito un certo ottimismo. Sebbene la Cina continui ad attrarre gran parte dei flussi di IDE verso i mercati emergenti, la

sua quota percentuale sul totale è scesa da un massimo del 39% nel 2003 al 26% nel 2006. Inoltre, con la rilevante eccezione del Giappone, di Hong Kong SAR e di Taiwan (Cina), nelle altre EME asiatiche l'incidenza della produzione manifatturiera sul PIL non è diminuita dal 1993. Questo non esclude tuttavia la possibilità che l'occupazione nel settore manifatturiero possa comunque diminuire in seguito ad aumenti di produttività, come sarebbe avvenuto negli Stati Uniti e in vari altri paesi industriali.

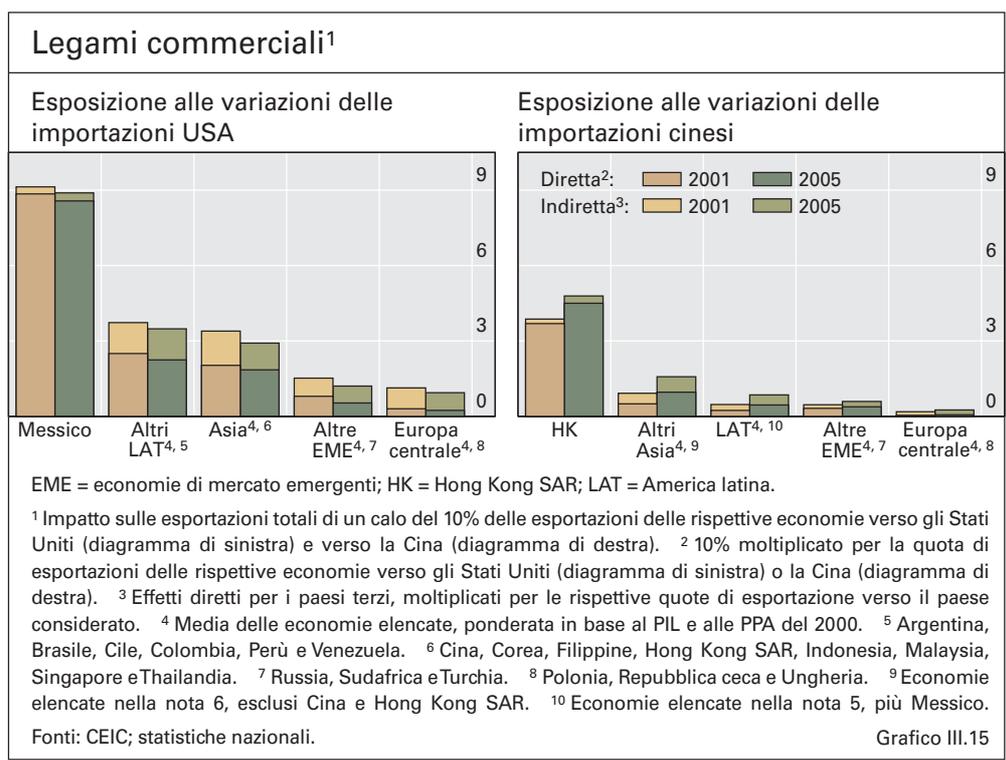
Esposizione agli shock e resilienza delle EME asiatiche (esclusa la Cina)

Il ruolo crescente della Cina nel commercio internazionale ha modificato i canali attraverso i quali gli shock dal lato della domanda estera si trasmettono alle EME e ha inoltre influito sul profilo dei comovimenti nei flussi commerciali. Un rallentamento economico negli Stati Uniti incide sulle EME asiatiche riducendo la domanda di esportazioni di tali paesi verso gli Stati Uniti (effetto di domanda diretto), ma esercita anche effetti indiretti derivanti dalla minore domanda statunitense di esportazioni cinesi. Ad esempio, un calo del 10% nelle importazioni statunitensi fa scendere direttamente dell'1,5% le esportazioni della Corea. Il medesimo shock, tuttavia, riduce anche le esportazioni della Cina del 2,1%, e questo provoca una flessione delle importazioni cinesi dalla Corea. Poste certe ipotesi, tali effetti indiretti riducono di un ulteriore 1,3% le esportazioni coreane (grafico III.15). Una decelerazione dell'economia statunitense potrebbe determinare anche un deprezzamento del dollaro rispetto alle valute asiatiche, amplificando ulteriormente gli effetti sia diretti sia indiretti.

La scarsa reattività delle importazioni cinesi di prodotti finali al variare della domanda interna, richiamata in precedenza, indica che un rallentamento in Cina influirebbe sulle economie asiatiche meno di un andamento analogo

Pesante impatto di una decelerazione negli Stati Uniti ...

... ed effetti minori di una crescita più lenta in Cina



negli Stati Uniti. Al tempo stesso, ciò implica che sarebbe più limitato anche il ruolo di cuscinetto offerto dalla Cina alle economie asiatiche in caso di shock avversi della domanda mondiale.

Implicazioni per le politiche di cambio

Un apprezzamento del renminbi sul dollaro ...

È probabile che lo sviluppo delle reti commerciali influisca sulle politiche valutarie, ma il suo impatto dipenderà dal livello di concorrenza commerciale diretta, dall'interscambio che avviene attraverso le reti produttive e dal conseguente grado di sincronizzazione del ciclo economico. Ad esempio, una maggiore domanda statunitense di esportazioni cinesi in una situazione di equilibrio richiederebbe un apprezzamento del renminbi sul dollaro. La risposta dei cambi dei vicini asiatici della Cina dipenderebbe a sua volta dalla misura in cui tali paesi sono in concorrenza con la Cina o fanno parte di una stessa rete produttiva (integrata verticalmente).

... indurrebbe i concorrenti della Cina a svalutare le loro monete rispetto a quella cinese ...

Da un lato, se sono in concorrenza con la Cina sui mercati terzi, i paesi vicini auspicheranno un calo delle proprie monete nei confronti del renminbi. Un indicatore in questo senso è costituito dal grado di sovrapposizione dei beni esportati, che tra il 1998 e il 2005 è salito dal 50 al 55% nel caso di Cina e Thailandia e dal 44 al 56% in quello di Cina e Corea. Per contro, la Cina non è affatto in concorrenza con gran parte delle economie latinoamericane (a eccezione del Messico).

... mentre una maggiore sincronia potrebbe incoraggiare un aggancio al renminbi

Dall'altro lato, nella misura in cui sono collegati alla Cina per il tramite delle reti produttive (come indicato in precedenza), i vicini asiatici vedranno crescere la domanda delle loro esportazioni verso tale paese e per evitare squilibri esterni o un surriscaldamento dell'economia saranno pertanto incoraggiati a consentire che la loro moneta si apprezzi assieme al renminbi. Il maggiore sincronismo ciclico risultante dall'esistenza delle reti produttive tenderebbe quindi a collegare più strettamente le valute dell'Est asiatico a quella cinese. Tale effetto potrebbe tuttavia risultare attenuato nella misura in cui i flussi commerciali non sono sensibili alle variazioni del cambio.

Il ruolo crescente della Cina quale importante paese commerciale ha già esercitato un impatto considerevole sull'economia mondiale. Il modo in cui il paese riuscirà a conseguire una crescita sostenibile avrà conseguenze rilevanti per il resto del mondo negli anni a venire.

IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

Aspetti salienti

Nel periodo sotto rassegna la politica monetaria ha assunto generalmente un indirizzo più restrittivo a seguito del rialzo dei tassi ufficiali da parte delle banche centrali dei paesi industriali avanzati. L'inasprimento è stato perlopiù indotto dal crescente utilizzo della capacità produttiva, in presenza di una domanda mondiale in aumento, e dalla contestuale minaccia di pressioni inflazionistiche. Gli elevati prezzi delle materie prime, e soprattutto le altissime quotazioni del greggio nella parte iniziale del periodo, hanno fatto temere che la dinamica a breve dei prezzi potesse riverberarsi sulle aspettative di inflazione a più lungo termine.

Negli Stati Uniti la Federal Reserve ha mantenuto i tassi invariati per quasi tutto il periodo in esame, in quanto l'attività economica aveva assunto un ritmo più moderato e le spinte inflazionistiche avrebbero dovuto in gran parte affievolirsi. Nondimeno, sono andati crescendo i timori che l'auspicato rallentamento dell'inflazione di fondo negli Stati Uniti non si concretizzasse. La BCE ha inasprito sensibilmente la politica monetaria, basando le sue decisioni, fra l'altro, sull'assottigliarsi dei margini di sottoimpiego e sulla rapida espansione della moneta e del credito. Diverso è stato il contesto in cui si è trovata a operare la Bank of Japan. Superati ampiamente i precedenti ostacoli strutturali alla crescita, l'economia nipponica ha dato segnali che lasciavano sperare in una ripresa durevole. Il nuovo schema concettuale "a due prospettive" per la politica monetaria della Bank of Japan ha motivato le due decisioni di rialzo del tasso ufficiale, rimasto peraltro a livelli bassissimi a fine periodo.

Gli altri paesi industriali avanzati hanno generalmente inasprito l'indirizzo monetario, pur agendo in presenza di una diversa combinazione di forze esterne e interne. La Bank of Canada, la Bank of England, la Reserve Bank of Australia e la Reserve Bank of New Zealand hanno innalzato i tassi ufficiali, che pure già si collocavano su livelli relativamente alti, a fronte di un'inflazione che si muoveva a metà o sul versante alto dei rispettivi valori preferenziali. La Norges Bank, la Sveriges Riksbank e la Banca nazionale svizzera hanno compiuto ulteriori progressi verso la normalizzazione dei tassi ufficiali partendo da livelli relativamente bassi.

Nonostante il rialzo dei tassi ufficiali e sebbene l'inflazione sia rimasta complessivamente moderata, da più parti si sono manifestate preoccupazioni per la rapida espansione della moneta e del credito. I timori sono stati in parte generati dall'evoluzione nel modo di intendere il ruolo appropriato degli aggregati monetari e creditizi nella conduzione della politica monetaria. Al fine di chiarire la questione, la sezione finale di questo capitolo illustra le varie

concezioni al riguardo, sulla scorta dell'esperienza maturata dalle banche centrali negli ultimi 35 anni.

Rassegna degli sviluppi

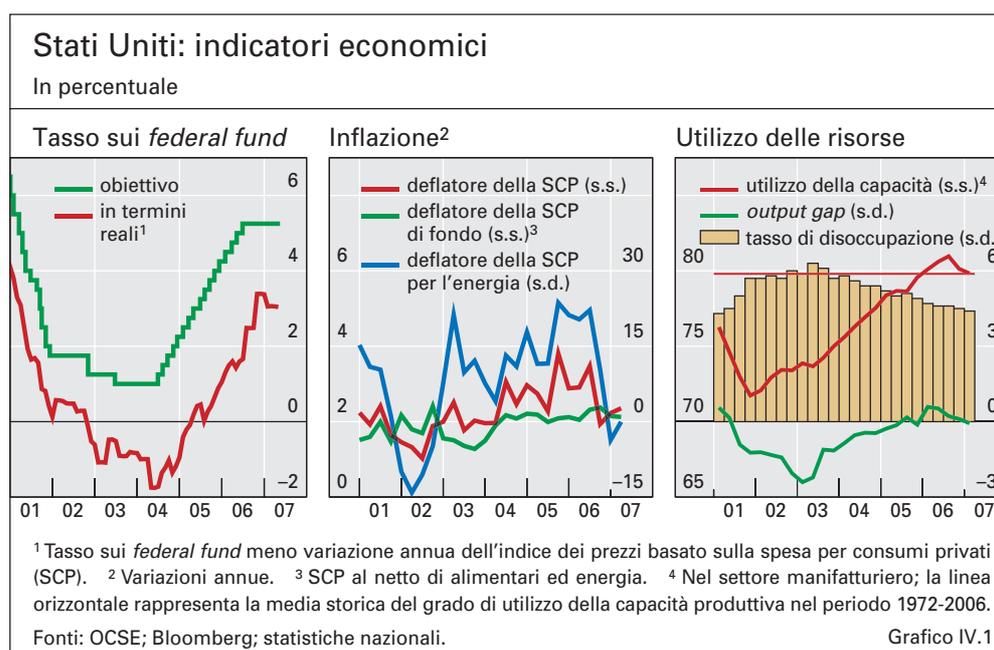
Stati Uniti

Ulteriore inasprimento della politica monetaria USA, seguito da una lunga pausa

Nel periodo in esame la Federal Reserve ha inizialmente continuato a ridurre il grado di condiscendenza monetaria, portando il tasso ufficiale al 5,25% nel giugno 2006 con il 17° aumento consecutivo di 25 punti base; successivamente, ha mantenuto il tasso invariato (grafico IV.1). Tuttavia, dietro la stabilità del tasso per gran parte del periodo è mutata la configurazione dei rischi che le autorità monetarie hanno dovuto bilanciare man mano che cambiavano le prospettive per l'economia e l'inflazione. Il quesito centrale con cui la Federal Reserve si è in genere dovuta confrontare è se fossero necessarie ulteriori manovre, prevalentemente orientate in senso restrittivo, per assicurare il graduale calo dell'inflazione di fondo e una crescita economica sostenibile. Peraltro, con il passare del tempo i timori di un netto sconfinamento del prodotto dal sentiero di crescita sostenibile hanno cominciato a svanire di fronte alla decelerazione dell'attività economica. Il successivo andamento dell'economia è risultato sostanzialmente in linea con le previsioni della Federal Reserve secondo cui, per l'effetto ritardato dei più alti tassi di interesse, l'economia e in particolare il mercato dell'edilizia residenziale avrebbero subito un rallentamento.

Moderazione dell'attività economica ...

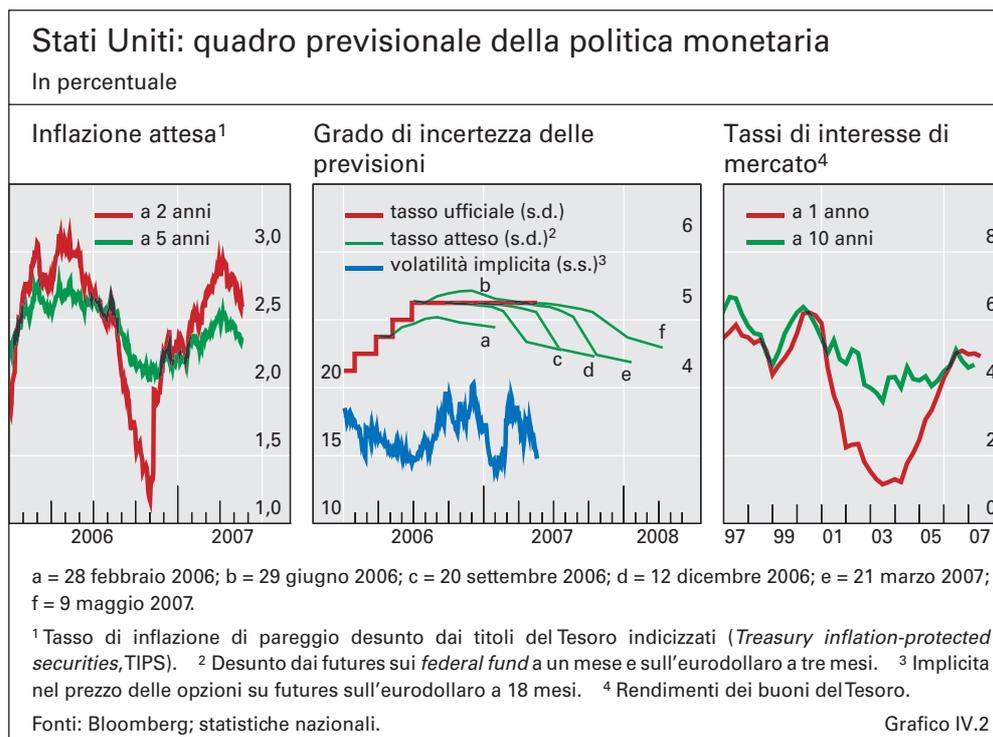
I dati affluiti verso la fine del 2006 e agli inizi del 2007 hanno inciso in modo particolare sulla valutazione delle prospettive di crescita da parte della Federal Reserve. L'agire di forze contrastanti ha reso più incerta la scelta dell'impostazione appropriata. Mentre gli aggiustamenti in atto nei settori sensibili ai tassi di interesse contribuivano a un'opportuna moderazione



dell'attività economica, le crescenti difficoltà emerse nel mercato dei crediti ipotecari di qualità non primaria hanno fatto temere un cedimento più profondo e pronunciato del settore immobiliare (Capitolo II). Le indicazioni di ripercussioni solo modeste su altri mercati e sulla propensione alla spesa dei consumatori facevano ritenere che le possibili ricadute sarebbero state limitate al breve termine. Nondimeno, in siffatto contesto una certa debolezza degli investimenti fissi aziendali, piuttosto atipica in presenza di bassi differenziali di credito, solidi profitti e moderata espansione della domanda aggregata, ha assunto un'accresciuta rilevanza nella valutazione dei rischi per la crescita.

Nello stesso tempo, la Federal Reserve si dichiarava preoccupata per l'elevato livello dell'inflazione di fondo e una possibile ripresa delle aspettative inflazionistiche. Se da un lato gli alti prezzi dell'energia e di altre materie prime concorrevano a moderare l'attività economica, dall'altro essi esercitavano pressioni al rialzo sull'inflazione generale, cui si aggiungevano segnali di una graduale trasmissione all'inflazione di fondo, specie nel corso del 2006. Sebbene verso la fine dell'anno le spinte dal lato dei prezzi dell'energia stessero calando, sono andati aumentando i timori del Federal Open Market Committee (FOMC) riguardo all'eventualità che l'inflazione di fondo si collocasse in prossimità o al disopra del limite superiore dell'intervallo di valori più propizio ad assicurare una crescita duratura e la stabilità dei prezzi nel medio termine. Pur prevedendo una moderazione dell'inflazione di fondo, il FOMC considerava seriamente anche l'eventualità che tale moderazione risultasse minore del previsto, con il pericolo che le aspettative di inflazione si ancorassero su un livello troppo alto (grafico IV.2), eventualità resa più probabile dalle condizioni sempre più tese del mercato del lavoro e dal ravvivarsi delle pressioni salariali in alcuni settori. E, alla luce delle evidenze indicative di un

... ma livello elevato dell'inflazione di fondo



certo appiattimento della curva di Phillips nel breve periodo, i costi in termini di prodotto di una riduzione dell'inflazione avrebbero potuto essere maggiori che in passato.

Prospettive più incerte e dipendenti dai flussi di dati ...

Nel periodo in esame è mutata anche la comunicazione della Federal Reserve con il pubblico. Di fronte alla crescente dipendenza delle prospettive per la politica monetaria dai dati pubblicati, il FOMC faceva rilevare che per il pubblico sarebbe risultato in genere più difficile anticipare compiutamente le successive decisioni di politica monetaria, vista la natura più contingente delle dichiarazioni ufficiali. Questa constatazione, sebbene non segnalasse un cambiamento nella trasparenza del FOMC, lasciava un'impronta nei mercati finanziari, come stanno a dimostrare le oscillazioni osservate nel 2007 nei tassi ufficiali impliciti nei futures sui *federal fund* a sei mesi. Nondimeno, a giudicare dalla volatilità implicita nelle opzioni, il livello generale di incertezza rimaneva in prossimità dei minimi storici (grafico IV.2).

... specie per l'andamento dell'inflazione

Alla fine del periodo i mercati consideravano la direzione a breve termine del tasso sui *federal fund* lievemente più incerta di quanto lo fosse stata in media negli ultimi anni. Da un lato, finché l'inflazione di fondo continuava ad aggirarsi in prossimità o persino al disopra del limite superiore della presumibile fascia di sicurezza del FOMC, il Comitato non escludeva la possibilità di dover ritoccare verso l'alto il tasso ufficiale o di estendere il periodo in cui i tassi correnti sarebbero rimasti invariati. Dall'altro, se si fossero concretizzate le aspettative del FOMC di una moderazione dell'inflazione di fondo senza il ricorso a un aggiustamento del tasso ufficiale, oppure se l'economia fosse decelerata più bruscamente del previsto, i tassi sarebbero stati probabilmente corretti verso il basso. Ciò nondimeno, i tassi a lungo termine si mantenevano contenuti, mostrando scarsa reattività a queste incertezze a breve e oscillando entro un intervallo intorno al 5%.

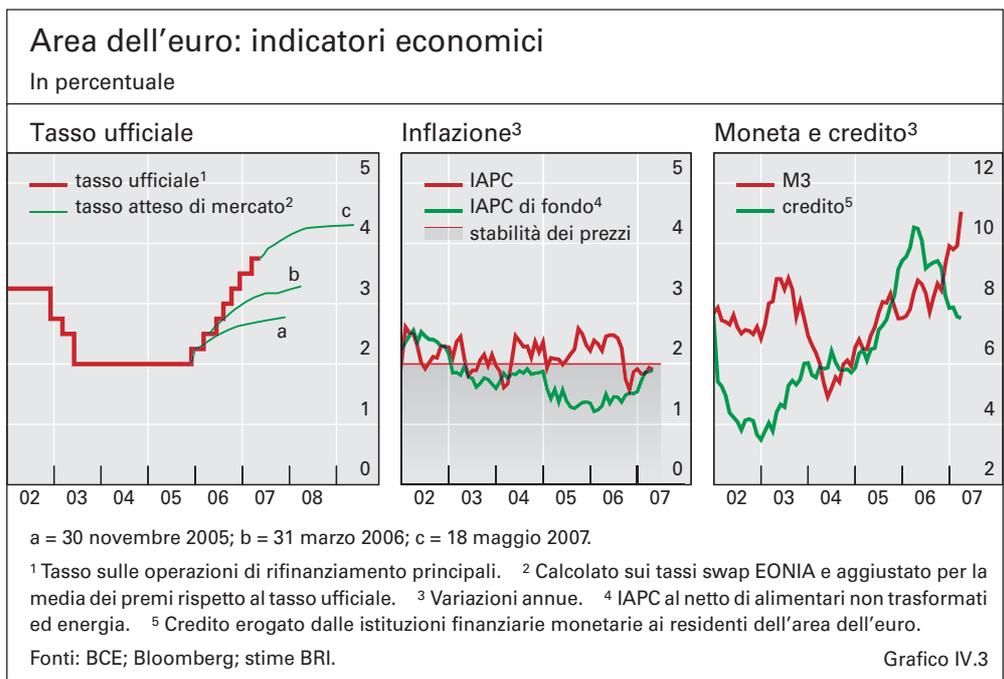
Area dell'euro

La BCE ha continuato ad aumentare i tassi ...

La politica monetaria nell'area dell'euro ha subito un sensibile inasprimento nel periodo in esame. Con cinque manovre di 25 punti base ciascuna, la BCE ha portato il tasso di riferimento al 3,75%, proseguendo nel processo di normalizzazione dei tassi di interesse iniziato alla fine del 2005. In precedenza il tasso ufficiale era stato innalzato al 2,5% partendo dal livello storicamente basso del 2% al quale era stato mantenuto per due anni e mezzo (grafico IV.3). La stretta costituiva sostanzialmente la risposta alle indicazioni di rischi al rialzo per l'inflazione derivanti sia dall'analisi economica sia dall'analisi monetaria della BCE, sebbene l'inflazione effettiva restasse sotto controllo. Nonostante le manovre attuate, la BCE era dell'avviso che a fine periodo le condizioni monetarie si connotassero ancora come accomodanti. Anche le aspettative degli operatori apparivano orientate verso un ulteriore aumento del tasso ufficiale fino intorno a quota 4¼% nel 2007, ossia a circa 75 punti base oltre il livello al quale i mercati avevano pronosticato la fine del processo di inasprimento un anno prima.

... in considerazione del dinamismo dell'attività economica ...

I mercati si aspettavano uno spostamento verso l'alto dell'andamento dei tassi ufficiali durante il periodo, in larga parte perché il ritmo di espansione dell'attività economica e il suo vigore risultavano più sostenuti del previsto, e



potavano innescare pressioni inflazionistiche. Nel 2006 la crescita del PIL reale aveva oltrepassato il limite superiore dell'intervallo contenuto nelle proiezioni formulate nei mesi precedenti dagli esperti della BCE. Anche le proiezioni per la crescita del prodotto nel 2007 erano state corrette verso l'alto di circa 1/2 punto percentuale.

L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa all'1,9% nel marzo 2007, livello in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE, corrispondente a una variazione dei prezzi inferiore ma prossima al 2%, mentre l'inflazione di fondo, pur rimanendo contenuta, si è mossa verso l'alto. Le proiezioni della BCE indicavano per l'indice generale dei prezzi un intervallo centrato leggermente al disotto del 2% nel 2007 e al 2% nel 2008. Nondimeno, nelle valutazioni della BCE le prospettive per l'inflazione erano soggette a rischi al rialzo. La robusta crescita del prodotto aveva coinciso con un calo del tasso di disoccupazione a livelli storicamente bassi e la BCE segnalava il pericolo che la dinamica salariale accelerasse in conseguenza (Capitolo II). Alla valutazione al rialzo dei rischi per l'inflazione ha concorso anche la possibilità di nuovi rincari del petrolio e di ulteriori incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette.

L'analisi monetaria della BCE confermava la valutazione che sussistevano rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Nel marzo 2007 la crescita su base annua di M3 era salita al 10,9%, il livello più alto dall'introduzione dell'euro. In aggiunta, diversamente dagli anni precedenti, la rapida progressione di questo aggregato non sembrava riflettere riallocazioni di portafoglio a scapito degli investimenti a più lungo termine. Piuttosto, essa appariva riconducibile soprattutto agli sforzi delle istituzioni finanziarie di assecondare la perdurante robusta crescita dell'attivo di bilancio. Sempre in marzo, il credito totale erogato dalle istituzioni finanziarie monetarie ai residenti dell'area superava del 7,7% il livello di un anno prima. Il ritmo sostenuto con cui hanno continuato

... e nonostante un'inflazione decrescente

Il calo della disoccupazione ...

... e la rapida espansione monetaria segnalano rischi per l'inflazione

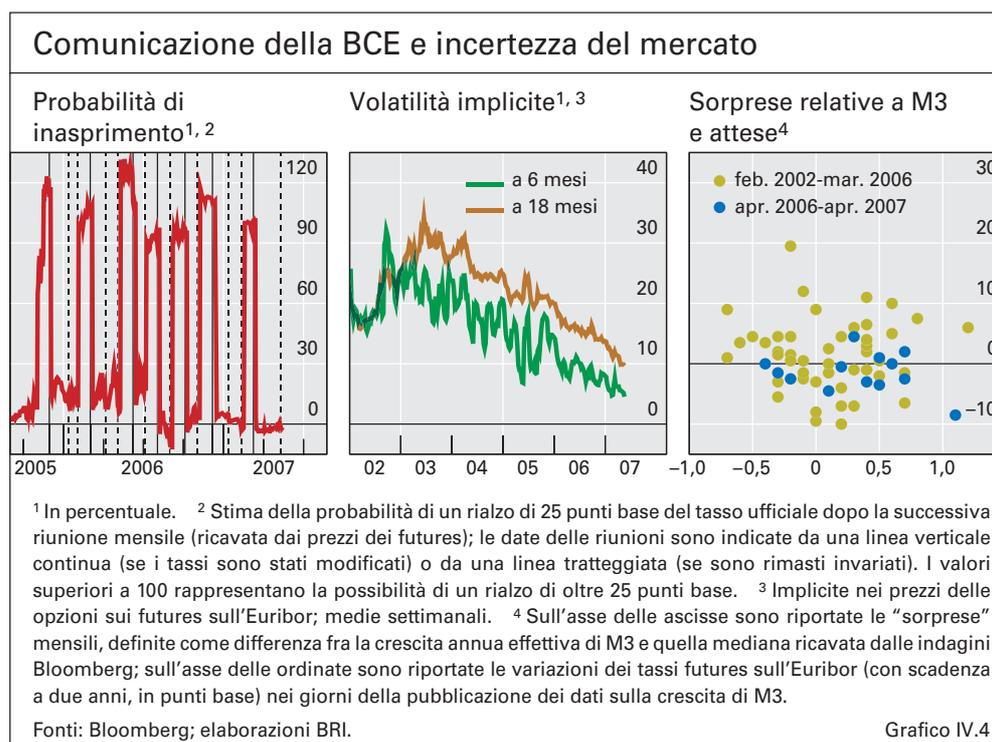
a crescere gli aggregati monetari e creditizi nell'area dell'euro rispecchiava il livello generalmente basso dei tassi di interesse, la solida espansione economica e il vigore dei mercati immobiliari in molte parti dell'area, ossia un accumulo di liquidità e un insieme di fattori che, secondo la BCE, richiedevano di essere seguiti con molta attenzione.

Il successo della politica di comunicazione della BCE, nonché le sfide a essa connesse, hanno trovato riscontro nella reazione dei mercati finanziari agli andamenti monetari. La BCE ha cercato di rendere ragionevolmente prevedibili i propri interventi a breve termine, riuscendo generalmente nel suo intento. Gli operatori sono stati in grado di anticipare con notevole precisione le manovre decise durante l'attuale ciclo di restrizione monetaria (grafico IV.4). Le probabilità di un rialzo del tasso in occasione della successiva riunione mensile del Consiglio direttivo, ricavate dai futures di tasso di interesse, sono balzate in prossimità del 100% oppure si sono ridotte quasi a zero in risposta alle dichiarazioni rilasciate al termine di ciascuna riunione, mantenendosi in prossimità di tali valori fino alle successive decisioni sui tassi, che in ogni occasione sono state previste correttamente. La prevedibilità delle manovre monetarie a breve termine potrebbe aver contribuito al calo della volatilità implicita dell'Euribor a livelli storicamente bassi. Tuttavia, flessioni analoghe si sono osservate anche per una più ampia gamma di misure dell'incertezza dei mercati finanziari (Capitolo VI).

La BCE riconosce d'altra parte che non è stato facile far comprendere chiaramente al pubblico in che misura la crescita della moneta sia incorporata nelle decisioni di politica monetaria. In effetti, vi sono riscontri del fatto che gli operatori non abbiano attribuito particolare rilevanza all'annuncio dei dati su M3 nel periodo in rassegna, nonostante le ripetute indicazioni da parte della BCE secondo cui la marcata accelerazione di quell'aggregato costituiva un

I mercati anticipano correttamente le manovre monetarie ...

... ma continuano a non reagire ai dati su M3



importante fattore alla base della sua valutazione del sussistere di rischi al rialzo per l'inflazione. In particolare, i futures su tassi di interesse del mercato monetario non hanno esibito reazioni significative nei giorni in cui venivano pubblicate statistiche che segnalavano tassi annui di espansione monetaria più alti o più bassi di quelli previsti dai mercati. Del resto, non è ancora chiaro se ciò sia dovuto a difficoltà di comunicazione oppure rispecchi un legame che, per sua natura, è troppo sporadico e condizionato da altri sviluppi per tradursi in una risposta coerente dei futures di tasso di interesse.

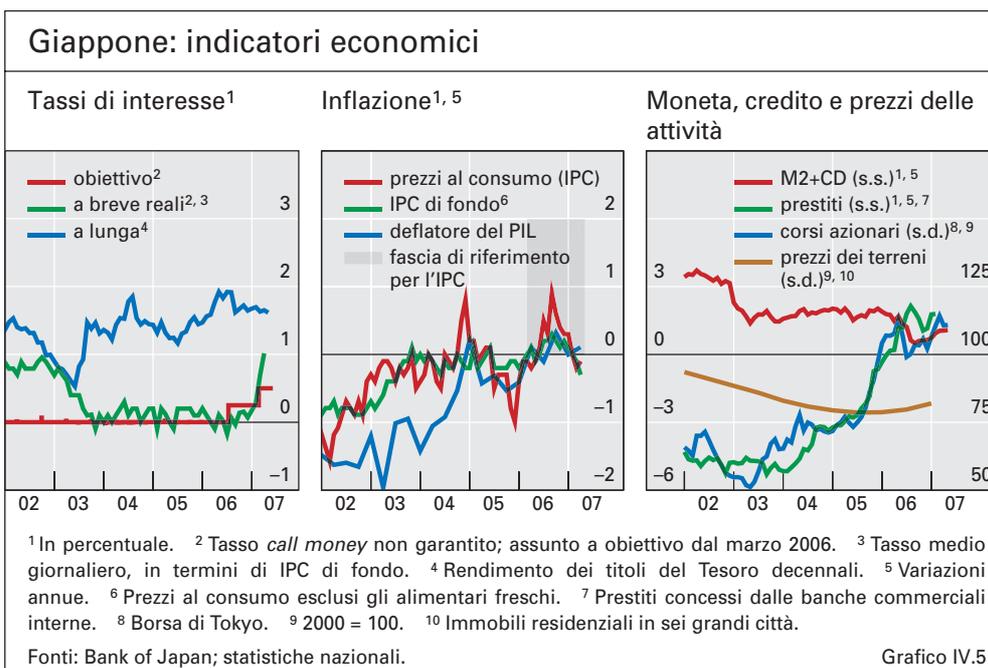
Giappone

Nel periodo in esame la Bank of Japan ha mantenuto il tasso ufficiale a un livello molto basso nell'intento di preservare condizioni di finanziamento accomodanti. Nondimeno, con il ridursi del grado di sottoimpiego e l'indebolimento delle sottostanti pressioni al ribasso sui prezzi, essa ha ritenuto necessario aumentare il tasso obiettivo a due riprese, a circa lo 0,25% nel luglio 2006 e quindi intorno allo 0,50% nel febbraio 2007, ponendo così fine alla politica del tasso zero (grafico IV.5). A giudizio della banca centrale questi interventi, unitamente alle attese di ulteriori graduali ritocchi verso l'alto, erano coerenti con l'obiettivo di una crescita economica duratura e della stabilità dei prezzi.

L'abbandono della politica del tasso zero rispecchiava in gran parte un quadro macroeconomico sempre più favorevole, contraddistinto dal progressivo rafforzamento dei bilanci societari, da aggiustamenti strutturali nel sistema finanziario e da un rialzo dell'inflazione generale agli inizi del 2006. I pluriennali sforzi delle imprese per disfarsi dell'eccesso di capacità produttiva, manodopera e debiti parevano essere giunti a termine. Il sistema finanziario aveva compiuto significativi progressi nel risolvere il cronico problema dei crediti in sofferenza e forniva chiare indicazioni di applicare prassi di affidamento più normali. La stessa banca centrale interpretava l'espansione degli aggregati

La Bank of Japan mantiene i tassi a un livello basso ...

... pur ponendo fine alla politica del tasso zero



monetari ampi e dei prestiti come una conferma della crescente fiducia del pubblico nell'agognato ripristino della stabilità del sistema finanziario.

Applicazione del nuovo schema di politica monetaria

La decisione di innalzare moderatamente i tassi ufficiali palesava altresì il modo in cui la Bank of Japan applicava il nuovo schema concettuale a due prospettive della politica monetaria, adottato nel marzo 2006 (si veda la *76ª Relazione annuale*). La prima prospettiva è incentrata sugli andamenti attesi dell'attività economica e dell'inflazione su un orizzonte di uno-due anni. La seconda si focalizza sui rischi, e sui connessi costi, a più lungo termine. Un simile approccio implica la possibilità di un inasprimento anche in situazioni in cui i rischi di un aumento dell'inflazione a breve termine siano giudicati trascurabili.

Il primo rialzo dei tassi evidenzia l'importanza tanto della prima prospettiva ...

La prima prospettiva ha avuto un peso rilevante sulla decisione del luglio 2006 di innalzare il tasso ufficiale allo 0,25%. A quell'epoca la banca centrale prevedeva una perdurante espansione della domanda interna ed estera, che si sarebbe necessariamente tradotta in un aumento del grado di utilizzo della capacità produttiva e in minori pressioni al ribasso sui costi unitari del lavoro. Sospinte dal rincaro dei prodotti energetici agli inizi del 2006, le misure dell'inflazione generale e di fondo si muovevano entrambe al di sopra dello zero e parevano puntare verso il centro della fascia dello 0-2% prescelta dalla Bank of Japan.

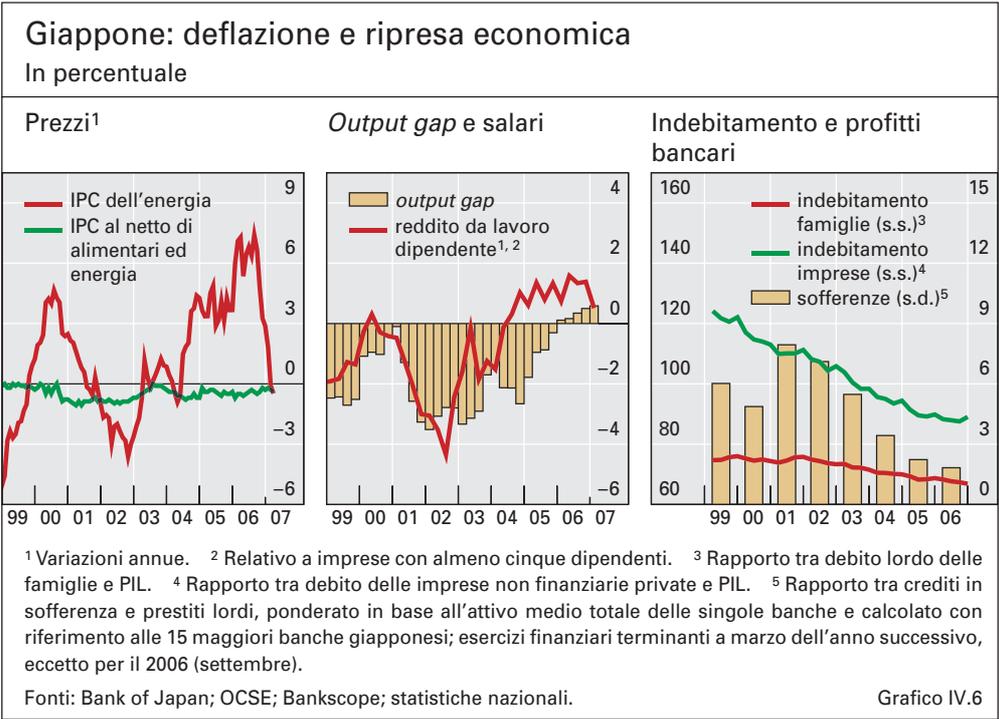
... quanto della seconda

Anche la seconda prospettiva ha influito sulla decisione del luglio 2006. Il Policy Board temeva le possibili conseguenze a più lungo termine delle distorsioni nell'allocazione delle risorse che potevano derivare dal mantenimento di tassi eccessivamente bassi per un periodo di tempo troppo lungo. Preoccupava, tra l'altro, la possibilità che le imprese si imbarcassero in nuovi progetti nell'ipotesi irrealistica che le favorevoli condizioni di finanziamento esistenti sarebbero state mantenute indipendentemente dal probabile andamento dell'attività economica e dei prezzi. Pur riconoscendo che non vi erano segnali univoci di sovrainvestimento, la Bank of Japan ha comunque considerato questa eventualità nella sua decisione. Un'allocazione distorta delle risorse, se non mantenuta sotto controllo, comporta seri rischi per la futura sostenibilità della crescita economica. In un certo senso, l'obiettivo non era tanto quello di raffreddare un surriscaldamento dell'economia di per sé, quanto di evitare che si ripettesse l'esperienza della fine degli anni ottanta.

La manovra successiva si basa sulla seconda prospettiva

La successiva manovra dei tassi ufficiali agli inizi del 2007 mostra in maniera ancor più evidente l'importanza della seconda prospettiva. In quell'occasione la Bank of Japan aveva fatto notare che la prima prospettiva forniva scarse motivazioni per un ulteriore intervento restrittivo. L'attività economica si stava irrobustendo ma la crescita dell'inflazione di fondo stava perdendo slancio con il consolidarsi della decelerazione dei corsi dell'energia a breve termine. In effetti, se si escludono i beni energetici, l'aumento dei prezzi al consumo non risultava così evidente. D'altra parte, i rischi di un proseguimento della deflazione non figuravano più fra i principali motivi di preoccupazione. Ciò in quanto, da un lato, il Policy Board continuava a intravedere una tendenza di fondo all'incremento dei prezzi dovuta soprattutto a un accresciuto utilizzo delle risorse e all'aspettativa di una perdurante espansione dell'attività economica. Dall'altro, i costi associati a una modesta

Rischio di un calo dei prezzi nel breve termine ...



deflazione venivano ora considerati molto minori grazie ai miglioramenti intervenuti nelle grandezze economiche e finanziarie fondamentali. Agli inizi del 2007 la produzione era in aumento, così come i redditi da lavoro dipendente e i corsi delle attività, le banche erogavano credito e i livelli di debito delle famiglie e delle imprese erano sensibilmente diminuiti rispetto alle punte massime degli anni novanta (grafico IV.6). Inoltre, risultava sempre più chiaro che il recente calo dell'inflazione misurata sull'indice generale dei prezzi al consumo (IPC) traeva origine dalla deregolamentazione, dalla globalizzazione e da altri shock positivi dal lato dell'offerta, ed era quindi di natura diversa rispetto a una deflazione indotta dalla domanda.

Nelle considerazioni del Policy Board prevaleva al contrario la necessità di rialzare il tasso ufficiale per prevenire l'insorgere di condizioni insostenibili, ossia un eccesso di investimenti destinati a rivelarsi improduttivi. Così, in febbraio il Board decideva quasi all'unanimità di innalzare il tasso obiettivo a 50 punti base, livello ancora molto contenuto ma pur sempre il più alto degli ultimi 10 anni. In realtà, dalle minute risultava che diversi membri del Board avevano votato a favore di un aumento già in gennaio. La questione dei *carry trade* e alcune indicazioni localizzate del lievitare dei prezzi dei terreni non paiono aver avuto un ruolo preminente nella decisione presa dalla banca centrale agli inizi di quest'anno.

Le due manovre di politica monetaria erano state ampiamente previste, come dimostrano la moderata risposta dei mercati finanziari e la stabilità dei tassi di interesse nominali a lungo termine. Queste blande reazioni hanno fornito alla banca centrale la conferma che il nuovo schema concettuale adottato e gli sforzi compiuti per renderlo comprensibile al pubblico erano stati efficaci nel veicolare le sue intenzioni. E così è stato, nonostante un breve episodio di volatilità agli inizi di gennaio, quando i mercati si attendevano erroneamente una manovra sui tassi.

... ma nel lungo periodo timori di un possibile sovrainvestimento

I mercati anticipano le manovre

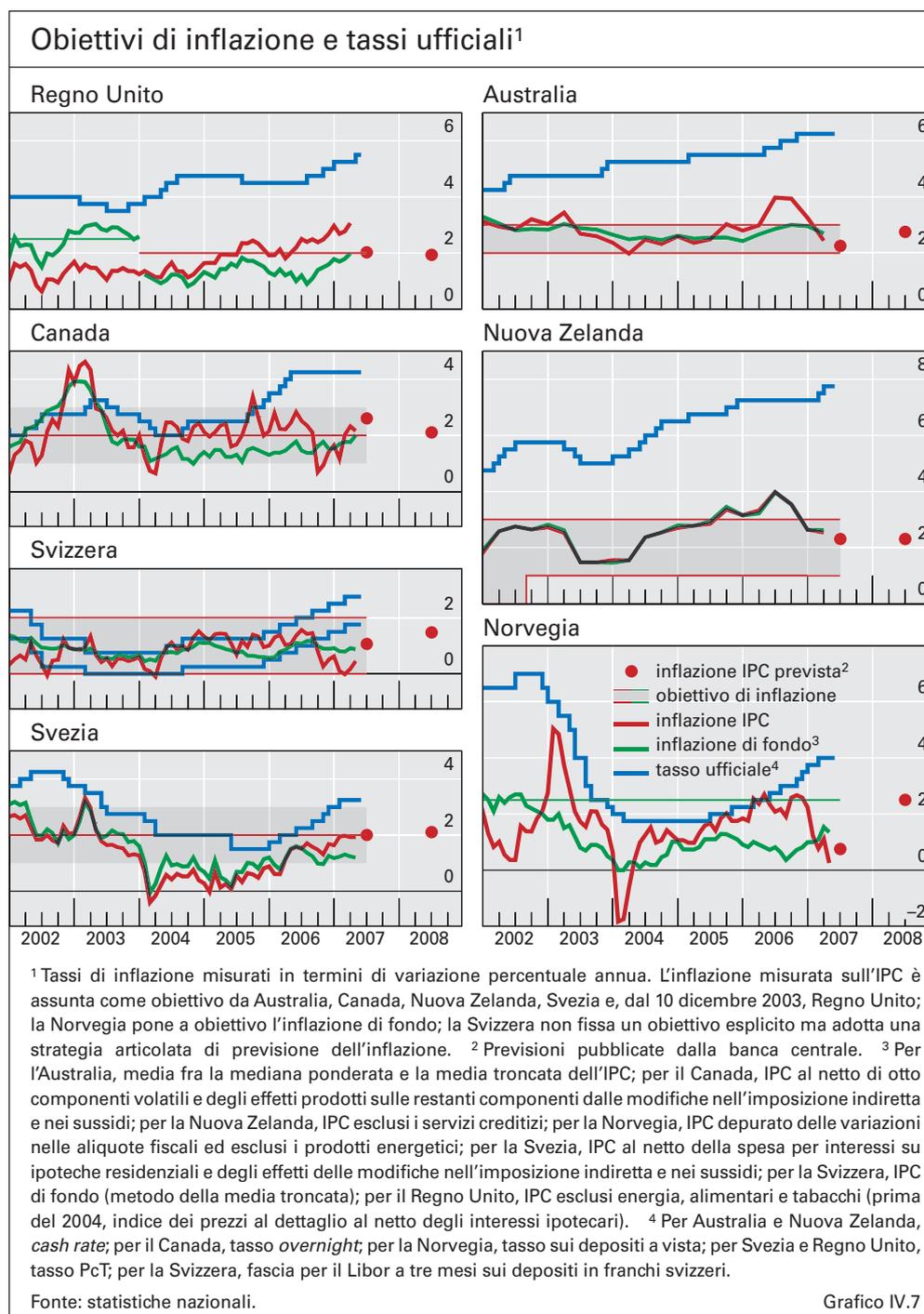
Atteso un orientamento accomodante

Alla fine del periodo in rassegna la Bank of Japan forniva indicazioni secondo le quali il contesto di tassi di interesse molto bassi sarebbe stato mantenuto allo scopo di promuovere condizioni finanziarie accomodanti e probabilmente col tempo i tassi ufficiali sarebbero stati corretti gradualmente al rialzo, ove ritenuto necessario alla luce degli eventi.

Paesi con obiettivi di inflazione

Le banche centrali con obiettivi di inflazione aumentano i tassi

Nel periodo in esame le banche centrali dei paesi con obiettivi quantitativi espliciti di inflazione hanno rialzato i rispettivi tassi ufficiali, sebbene con tempistiche e ampiezze diverse (grafico IV.7). La stretta monetaria è intervenuta



in un contesto di perdurante espansione dell'economia mondiale e di elevati prezzi delle materie prime. Risultavano generalmente solide anche le condizioni economiche dei singoli paesi, nella maggior parte dei quali si avvertivano crescenti pressioni inflazionistiche connesse all'emergere di tensioni a livello di capacità produttiva e di mercato del lavoro. Ciò nondimeno, nel complesso l'inflazione si è mantenuta bassa, grazie anche alla favorevole dinamica dei prezzi all'importazione dei beni di consumo.

In varia misura, le banche centrali di questi paesi individuavano quattro fonti di preoccupazione. Anzitutto, permaneva un clima di forte incertezza circa le prospettive per l'economia mondiale, anche se l'esito delle proiezioni veniva giudicato largamente favorevole. Di fatto, non era facile valutare con un buon margine di sicurezza il pieno impatto di un rialzo dei tassi ufficiali nei principali paesi industriali avanzati. In particolare, apparivano incerte le implicazioni che il più alto livello dei tassi avrebbe potuto avere sulla rotazione della domanda in atto negli Stati Uniti, specie per quanto riguarda l'edilizia residenziale. In secondo luogo, una domanda interna più robusta del previsto faceva presagire crescenti pressioni dal lato dei prezzi e dei costi in una situazione generalmente caratterizzata da elevati corsi dell'energia e di altre materie prime. In terzo luogo, la vigorosa espansione degli aggregati creditizi e monetari ampi in alcuni paesi, soprattutto se associata a una dinamica sostenuta dei prezzi delle azioni e degli immobili residenziali, continuava a indicare due possibili esiti: nel breve termine, la forte domanda interna avrebbe potuto intensificare le pressioni inflazionistiche; nel più lungo termine, il rischio di una brusca correzione dei prezzi delle attività induceva talune banche centrali a interrogarsi sulla sostenibilità della crescita economica. Infine, continuavano a registrarsi ampi squilibri internazionali e flussi di capitali collegati a strategie di *carry trade*, con il pericolo di correzioni disordinate che avrebbero potuto ripercuotersi sia sui tassi di cambio sia sull'attività economica.

Incertezza circa le prospettive per l'economia mondiale ...

... ma il vigore della domanda interna e della crescita monetaria segnala pressioni inflazionistiche

In tale situazione, le banche centrali delle economie con tassi ufficiali relativamente alti all'inizio del periodo in esame – Australia, Canada, Nuova Zelanda e Regno Unito – hanno ritenuto necessario un ulteriore inasprimento della politica monetaria.

La Bank of Canada ha aumentato il tasso ufficiale di 25 punti base a due riprese nel 2006, al 4% in aprile e al 4,25% in maggio. Successivamente, lo ha mantenuto stabile nonostante un rialzo dell'inflazione complessiva agli inizi del 2007, in quanto l'attività economica evolveva in linea con le proiezioni e i rischi per l'inflazione apparivano sostanzialmente bilanciati.

Ulteriore lieve aumento del livello già alto dei tassi in Canada ...

La Reserve Bank of New Zealand, dopo aver lasciato invariato il *cash rate* ufficiale al 7,25% dal dicembre 2005, lo ha innalzato al 7,5% nel marzo 2007 e al 7,75% in aprile, il livello più alto fra i paesi industriali avanzati considerati nel presente capitolo. La domanda interna si stava rafforzando, anche per effetto della ripresa del mercato immobiliare e di una politica fiscale espansiva. Vi era inoltre il rischio di un'inflazione alta nel medio termine e la banca centrale non escludeva la necessità di un ulteriore inasprimento.

... Nuova Zelanda ...

La Reserve Bank of Australia ha effettuato tre rialzi del tasso ufficiale nel 2006, ciascuno di 25 punti base, portandolo dal 5,5 al 6,25%. Il reddito e la

... Australia ...

spesa traevano vigore dagli elevati corsi delle materie prime, i margini di capacità inutilizzata erano ridotti e le condizioni sul mercato del lavoro restavano tese. Per gran parte del periodo sia l'indice generale sia la componente di fondo dell'inflazione al consumo si sono mossi in prossimità o al disopra dell'obiettivo a medio termine della banca centrale. Sebbene a fine periodo l'inflazione complessiva fosse rientrata nella fascia obiettivo, i rischi per l'evoluzione dei prezzi a medio termine venivano giudicati ancora significativi.

... e Regno Unito

La Bank of England ha aumentato il tasso PcT dal 4,5 al 5,5% in quattro manovre fra agosto 2006 e maggio 2007. Mentre la vigorosa domanda interna comprimeva ulteriormente i margini di capacità inutilizzata, l'inflazione dei prezzi al consumo balzava a poco oltre il 3%, rendendo necessario l'invio di una lettera di spiegazione da parte della banca centrale al Cancelliere dello Scacchiere. Le autorità nutrivano inoltre crescente preoccupazione per l'eventualità che la rapida espansione del credito e dell'aggregato monetario ampio, insieme all'esuberanza dei prezzi delle attività, indicassero un accumularsi di spinte inflazionistiche. Nondimeno, in base alle proiezioni l'inflazione generale sarebbe lentamente tornata in linea con l'obiettivo, in conseguenza della politica restrittiva.

Le banche centrali di Norvegia, Svezia e Svizzera hanno iniziato il periodo in esame con tassi ufficiali relativamente bassi rispetto a quelli di altri paesi con obiettivi di inflazione. Sebbene nessuna di loro prevedesse nei successivi uno-due anni uno sconfinamento dell'inflazione al disopra dei rispettivi obiettivi, la perdurante crescita economica e le prospettive di un progressivo rialzo dell'inflazione hanno incoraggiato queste banche centrali a proseguire fermamente sulla strada della normalizzazione dei tassi ufficiali.

Manovre restrittive per normalizzare il livello relativamente basso dei tassi in Norvegia ...

A partire dal maggio 2006 la banca centrale norvegese ha effettuato sei manovre di 25 punti base ciascuna, aumentando il tasso sui depositi a vista dal 2,5 al 4%. Anche se l'inflazione si manteneva ben al disotto dell'obiettivo ufficiale, dall'estate del 2003 l'economia attraversava una fase chiaramente espansiva, accompagnata da un'ulteriore erosione della capacità inutilizzata. La rapida crescita dell'occupazione nel periodo in esame e le indicazioni di un'accelerazione della dinamica salariale sembravano preludere a un graduale aumento dell'inflazione di fondo. Le indicazioni della banca centrale si orientavano verso un aumento atteso del tasso ufficiale al 5% entro la fine del 2007 e su valori ancora più alti in seguito.

... Svezia ...

La Sveriges Riksbank ha portato il tasso PcT dal 2% nel giugno 2006 al 3,25% nel febbraio 2007 con cinque mosse consecutive, in risposta al ritmo sostenuto dell'attività economica. L'inflazione si è tuttavia mantenuta vicina all'obiettivo ufficiale del 2% per effetto delle pressioni al ribasso provenienti dall'estero, tra cui il calo dei corsi energetici nella seconda metà del 2006, e a seguito del rafforzamento della corona. Inoltre, ci si attendeva che le spinte sui prezzi sarebbero rimaste relativamente limitate. Ciò nonostante, la Riksbank preconizzava un nuovo eventuale rialzo di 25 punti base, prima di una possibile pausa sul cammino del generale aumento dei tassi.

... e Svizzera

La Banca nazionale svizzera ha innalzato la fascia obiettivo per il tasso ufficiale dallo 0,75-1,75% all'1,75-2,75% con quattro ritocchi di 25 punti base ciascuno a partire dal giugno 2006. La ripresa dell'economia svizzera è

proseguita con una crescita superiore al potenziale, dovuta al contributo della domanda sia interna, e soprattutto dei consumi privati, sia estera. Il grado di utilizzo della capacità è aumentato considerevolmente nel 2006 e le attese per il 2007 indicavano un ulteriore calo della disoccupazione. Con l'esaurirsi dell'effetto frenante prodotto dalla flessione dei prezzi petroliferi nella seconda metà del 2006, si prevedeva che l'inflazione cominciasse a muoversi al rialzo da metà 2007, pur mantenendosi agevolmente entro l'obiettivo di inflazione fissato dalla banca centrale al disotto del 2%.

Durante lo scorso anno molte banche centrali di questo gruppo di economie industriali avanzate minori hanno dovuto mettere in conto nelle loro decisioni le implicazioni derivanti dai massicci afflussi di capitali in parte associati ai cosiddetti *carry trade* (Capitolo V). I capitali si sono spostati generalmente dalle economie con bassi tassi di interesse, come la Svizzera (e il Giappone), verso paesi con rendimenti relativamente alti, ad esempio Australia, Nuova Zelanda, Regno Unito (e alcune economie emergenti). Tale fenomeno tende a indebolire le valute dei primi e a rafforzare quelle degli altri. Questi andamenti hanno molteplici implicazioni per la politica monetaria, non da ultimo la necessità di gestire le conseguenze dei movimenti dei cambi sulla domanda aggregata e sulle pressioni inflazionistiche. Le spinte al ribasso sui rendimenti a più lungo termine nei paesi destinatari dei capitali hanno avuto altresì la tendenza a controbilanciare l'azione restrittiva perseguita mediante il rialzo dei tassi, mentre il rischio di una brusca correzione della situazione rendeva più incerte le prospettive economiche. Per citare un esempio, proprio la minaccia di una correzione disordinata è stata una delle ragioni per cui la Reserve Bank of New Zealand si è mostrata più cauta nell'inasprire la politica monetaria.

Agli inizi di quest'anno la banca centrale svedese ha cominciato a pubblicare proiezioni sull'andamento futuro dei tassi ufficiali, facendo seguito a decisioni analoghe prese dalla Reserve Bank of New Zealand nel 1998 e dalla Norges Bank nel novembre 2005. Negli ultimi anni è andato aumentando l'interesse a diffondere informazioni sul sentiero programmatico del tasso ufficiale. In ciò alcune banche centrali vedono un mezzo per rendere più trasparente il loro orientamento, potenziando quindi l'efficacia della politica monetaria e contestualmente fornendo ulteriori elementi per dar conto del proprio operato.

È pur vero che queste scelte non sono esenti da rischi. Si ritiene generalmente che il loro successo dipenda in modo cruciale dal fatto che il pubblico si renda effettivamente conto della natura condizionale dell'orientamento prospettico annunciato. Ove ciò non avvenisse, uno scostamento dall'itinerario prestabilito potrebbe tradursi in una perdita di credibilità per la politica monetaria. È inoltre importante che gli annunci sul profilo evolutivo dei tassi ufficiali non influenzino negativamente la qualità dell'informazione proveniente dai mercati finanziari, di cui le banche centrali spesso si servono per verifiche incrociate. Un simile risultato si avrebbe, per esempio, se gli operatori del mercato finanziario reagissero all'orientamento annunciato rinunciando in buona parte a valutare autonomamente le conseguenze degli sviluppi macroeconomici sulle loro prospettive di tasso. Da ultimo, vi è il pericolo che i

Le implicazioni dei cambi e dei *carry trade*

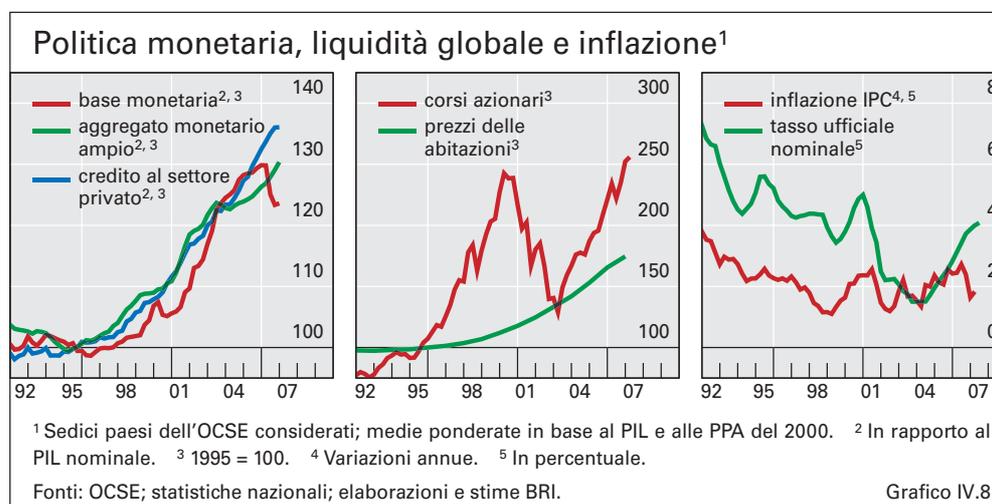
La Svezia inizia a pubblicare proiezioni per il tasso ufficiale

mercati finanziari accolgano l'annuncio come una conclusione scontata, prendendo posizioni unidirezionali che potrebbero sfociare in un'eccessiva assunzione di rischi nel sistema finanziario. Dall'esperienza di tali banche centrali si potranno trarre preziosi insegnamenti con cui giudicare l'efficacia di questi approcci innovativi di politica monetaria.

Ruolo degli aggregati monetari e creditizi nella conduzione della politica monetaria

Diversità di opinioni sull'importanza degli aggregati monetari e creditizi

Un attento esame del comportamento e della comunicazione delle banche centrali rivela l'esistenza di opinioni diverse sul ruolo da assegnare agli aggregati ("quantitativi") monetari e creditizi nella conduzione della politica monetaria. Tali opinioni integrano, in varia misura, tre diverse prospettive concettuali sul ruolo di questi aggregati nell'economia. La prima rispecchia un atteggiamento di scetticismo circa l'affidabilità degli aggregati quantitativi per valutare il futuro corso dell'attività economica e dell'inflazione, specie su orizzonti brevi; a essi quindi non attribuirebbe un ruolo preminente nel quadro di riferimento della politica monetaria. La seconda sottolinea il ruolo centrale della moneta in quanto determinante causale dell'inflazione. In particolare, essa pone in rilievo lo speciale contenuto informativo che gli aggregati monetari possono avere per le tendenze a medio termine dell'inflazione. Pertanto, assegnerebbe a questi aggregati un ruolo di primo piano nello schema concettuale della politica monetaria. La terza e più recente prospettiva fa leva sul contenuto informativo che possono avere aumenti insolitamente rapidi degli aggregati monetari e soprattutto creditizi, specie se associati a un'impennata dei prezzi delle attività e a profili di spesa anomali. Essa considera tali aumenti come possibili sintomi dell'accumularsi di squilibri finanziari e quindi, in prospettiva, di un ciclo *boom-bust*, che potrebbe comportare con il tempo rilevanti costi economici. Analogamente alla seconda prospettiva, anche questa assegnerebbe un ruolo preminente agli aggregati quantitativi nella conduzione della politica monetaria, ma principalmente quali indicatori di rischi a medio termine di recessione, instabilità finanziaria e disinflazione indesiderata.



Questa sezione passa brevemente in rassegna le esperienze pregresse e la storia del pensiero economico su cui si fondano le diverse prospettive, esamina poi in che misura esse siano state incorporate negli attuali schemi concettuali di politica monetaria e considera infine le sfide che si delineano per il futuro. Allo stadio attuale la posta in gioco nel dibattito è alta. Come notato in precedenza, l'espansione degli aggregati monetari e creditizi è stata molto sostenuta, anche se finora l'inflazione è rimasta quiescente (grafico IV.8). Ci si chiede allora se questa rapida espansione debba o meno essere fonte di preoccupazione per le autorità monetarie.

La rapida crescita degli aggregati monetari e creditizi è motivo di preoccupazione?

Il diverso ruolo della moneta e del credito prima degli anni ottanta

Sul piano concettuale, l'attribuzione di un'importanza centrale alla moneta ha origine nell'equazione quantitativa risalente al XIX secolo. Secondo questa teoria, la quantità di moneta impiegata nelle transazioni moltiplicata per il numero di volte in cui viene scambiata in un anno deve essere uguale al totale delle transazioni nominali. Tale equazione è divenuta uno degli elementi chiave della moderna macroeconomia, nella quale si utilizza il PIL nominale come sostituto delle transazioni. Quantomeno alle origini non esisteva una chiara distinzione tra moneta e credito; si può dire però, a rischio di un'eccessiva semplificazione, che si tendeva ad associare più direttamente il credito alla capacità di ottenere finanziamenti esterni per effettuare transazioni e a considerarlo come una potenziale fonte di "offerta" di moneta per il tramite dell'intermediazione bancaria.

Teoria quantitativa

Nei sistemi finanziari altamente regolamentati degli anni cinquanta e inizi anni sessanta l'espansione del credito rivestiva un ruolo centrale nell'attuazione della politica monetaria di molti paesi. In presenza di vari tipi di controlli sui tassi di interesse e sugli impieghi, la disponibilità di credito era considerata come un canale fondamentale per influenzare l'attività economica. Nello stesso tempo, tuttavia, veniva prestata scarsa attenzione alla moneta o al credito come indicatori di futura inflazione. Le evidenze empiriche accumulate rafforzavano in numerosi economisti e responsabili delle politiche il convincimento che l'inflazione fosse determinata in ampia misura dal livello del tasso di disoccupazione. Molti giunsero addirittura alla conclusione che l'esistenza di questa relazione (curva di Phillips) significasse che per ottenere un aumento permanente del prodotto e dell'occupazione sarebbe semplicemente bastato accettare un po' più di inflazione. Nel perseguimento di tale obiettivo, si lasciò che la crescita degli aggregati monetari e creditizi accelerasse, in quanto inizialmente ciò non venne visto come una fonte di preoccupazione.

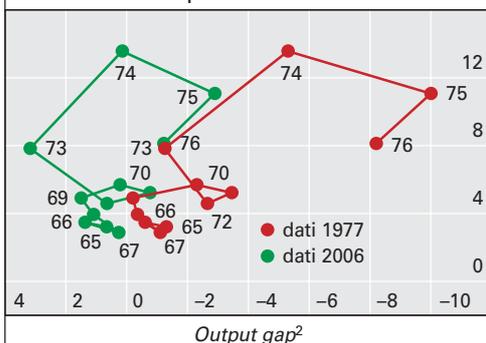
Il successivo aumento indesiderato dell'inflazione, e soprattutto la sua tendenza ad accelerare man mano che si innalzavano le aspettative inflazionistiche, furono interpretati alla stregua di un verdetto di condanna nei confronti della corrente di pensiero prevalente. L'esperienza dimostrò come la curva di Phillips potesse rivelarsi instabile qualora l'azione di politica monetaria si prefiggesse un tasso di disoccupazione inferiore a quello naturale. Ad aggravare le pesanti accuse contribuirono i monetaristi che, fra tanti, avevano già contestato questo approccio sul piano teorico. Essi avevano ammonito che l'aumento della massa monetaria avrebbe solo provocato una fiammata

Crisi della curva di Phillips

Output gap, crescita monetaria e inflazione¹

In percentuale

Curve di Phillips



Crescita monetaria e inflazione



¹ Paesi del G10, esclusi il Belgio e la Svizzera; media dei dati OCSE ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. ² Medie annue; scala inversa. Per alcuni paesi, dati retrodatati applicando il filtro di Hodrick-Prescott al PIL in termini reali. ³ Variazioni annue dei prezzi al consumo. ⁴ Aggregato monetario ampio meno crescita del PIL in termini reali.

Fonti: OCSE, *Towards full employment and price stability*, 1977; OCSE, *Economic Outlook*; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Grafico IV.9

dell'inflazione senza produrre alcun effetto permanente sul ristagno economico (grafico IV.9). Alla luce dei successivi esiti inflazionistici, queste tesi ottennero crescente credito presso la comunità di banche centrali, incoraggiandole nel corso degli anni settanta a ricercare un migliore controllo sull'inflazione e sull'economia attraverso l'impiego degli aggregati monetari come variabili obiettivo intermedie.

È a questo punto che l'equazione quantitativa tornò in auge. L'assunto secondo cui il rapporto tra PIL nominale e moneta ("velocità") è stabile, almeno nel medio periodo, e che la massa monetaria non influenza il prodotto nel lungo termine, forniva alle banche centrali la base teorica su cui impiantare la politica di controllo dell'inflazione influenzando sulla massa monetaria.

Verso la metà degli anni settanta il nuovo approccio di politica monetaria fu diffusamente adottato dai paesi industriali, anche se con gradazioni diverse. Germania e Italia furono le prime nel 1974, seguite da Canada, Stati Uniti e Svizzera un anno dopo, nonché Australia, Francia e Regno Unito nel 1976. Le prassi applicate presentavano notevoli differenze. Ad esempio, Germania e Regno Unito scelsero definizioni ampie di moneta come variabili intermedie, mentre Stati Uniti e Canada optarono per M1. Tuttavia, indipendentemente da queste distinzioni sul piano pratico, l'obiettivo era il medesimo: espellere l'inflazione dal sistema. Le esperienze di Germania, Svizzera e Giappone negli anni settanta furono le prime a dimostrare che l'attenzione posta sugli aggregati monetari poteva servire a domare l'inflazione. E la stessa indicazione giunse dall'esperienza statunitense dei primi anni ottanta, quando l'inflazione a due cifre fu rapidamente ricondotta intorno al 4%.

Minore importanza degli aggregati monetari a partire dagli anni ottanta

Con queste premesse, può sembrare strano che la strategia basata su obiettivi monetari abbia perso consensi. Vi sono stati nondimeno due fattori che hanno

Diffusa
applicazione degli
obiettivi monetari
nelle strategie degli
anni settanta

contribuito a metterla in discussione. Anzitutto, essa ha finito per divenire in parte vittima del proprio successo. Un'inflazione alta e instabile è generalmente il risultato di uno stimolo monetario eccessivo e variabile. Tuttavia, a livelli più bassi l'inflazione può, a breve termine, essere influenzata in misura significativa da numerosi fattori reali, non atti a essere controllati mediante gli aggregati monetari. In secondo luogo, la deregolamentazione e l'innovazione finanziarie hanno gradualmente modificato il contesto finanziario, tanto da ridurre l'affidabilità degli aggregati come parametro di riferimento. Per esempio, negli Stati Uniti agli inizi degli anni ottanta la velocità di M1 si è discostata nettamente dal *trend*, diventando più imprevedibile. La rimozione dei massimali di tasso sui conti transattivi e l'introduzione di una vasta gamma di conti di deposito avevano reso più complesso il controllo monetario. La rapida innovazione finanziaria ha prodotto effetti analoghi altrove. Persino i baluardi del *targeting* monetario, come Germania e Svizzera, non sono risultati immuni da simili sviluppi: la maggiore libertà di movimento dei capitali a livello transfrontaliero ha complicato significativamente la capacità di monitorare l'evoluzione degli aggregati di riferimento.

Il *targeting* monetario perde consensi negli anni ottanta

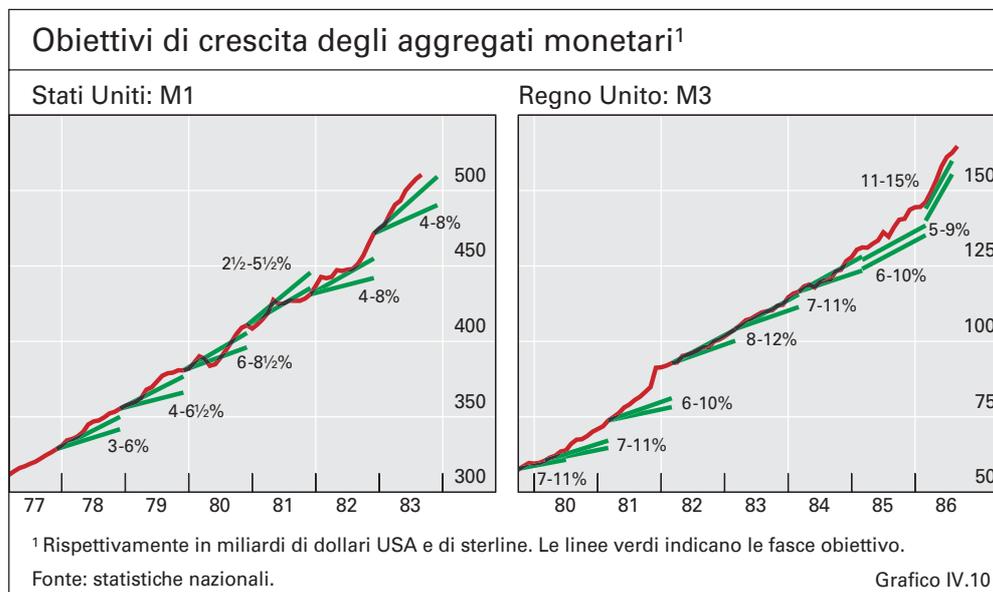
Il mancato conseguimento degli obiettivi monetari, che in molti casi assumeva carattere cronico, rendeva sempre più difficile per le banche centrali fornire spiegazioni del loro operato (grafico IV.10). Naturalmente furono compiuti diversi tentativi per trovare rimedio ai problemi originati dalle mutate circostanze, ad esempio adeguando le fasce obiettivo o ridefinendo gli aggregati prescelti. Nondimeno, la discrepanza fra teoria e pratica del *targeting* monetario suscitava crescenti perplessità sia tra gli scettici sia tra i fautori degli obiettivi quantitativi, tanto da mettere in discussione la validità di tale schema come credibile ancora nominale a medio termine.

Il ripetuto mancato raggiungimento degli obiettivi rende più complessa la comunicazione

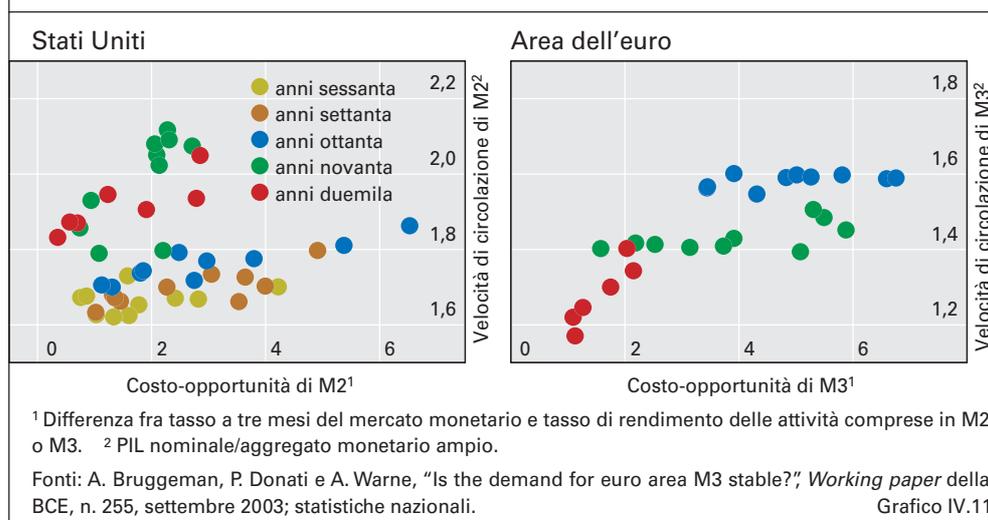
Tentati vari rimedi

A causa di queste difficoltà, nei primi anni novanta gli obiettivi monetari a breve termine erano stati in gran parte abbandonati nei paesi industrializzati, a favore dell'impiego degli aggregati monetari come variabili informative di importanza meno preminente nella valutazione del potenziale

Gli aggregati quantitativi vengono declassati al rango di monitoraggio in gran parte dei paesi



Variazioni nella velocità di circolazione della moneta



inflazionistico, specie su orizzonti di medio periodo. Ciò indusse varie banche centrali ad adottare in forma più o meno ufficiale fasce di monitoraggio degli aggregati (si veda la 67^a *Relazione annuale* per una cronologia di simili cambiamenti di regime nei paesi industriali avanzati). In taluni casi, le fasce riguardavano sia gli aggregati monetari in senso ampio e stretto sia gli aggregati creditizi. Ma anche così non mancavano le difficoltà, specie in quanto gli sviluppi finanziari continuavano a influire negativamente sulla stabilità della velocità di circolazione della moneta su periodi di tempo prolungati (grafico IV.11).

Per completezza, comunque, va detto che il cambiamento di approccio non era stato universale. La Germania continuava ad assumere come obiettivo il tasso di crescita monetaria sull'anno precedente (utilizzando come aggregato non più la moneta della banca centrale, bensì M3). Inoltre, negli anni novanta la Svizzera optò per una strategia inedita a medio termine basata sul tasso medio di crescita monetaria nell'arco di tre-cinque anni.

Cresce il favore per la strategia con obiettivi di inflazione

È probabile che il tramonto dell'impiego formale in politica monetaria degli aggregati monetari e creditizi sia cominciato con l'adozione, a cavallo tra gli anni ottanta e novanta, di un sistema incentrato su obiettivi di inflazione da parte di un gruppo di economie industriali minori. Questi sistemi comportavano sostanzialmente il perseguimento di un obiettivo di inflazione prevista su un orizzonte di uno-due anni mediante la manovra dei tassi di interesse (come variabile strumentale). Ai fini dell'esercizio previsionale assumevano rilevanza maggiore le misure del sottoimpiego di risorse, sebbene in linea di principio nulla impedisse l'uso degli aggregati quantitativi come importanti variabili informative. Tuttavia, per motivi di ordine pratico le banche centrali di molte di queste economie non assegnavano alle grandezze monetarie un tale ruolo. Dopotutto, vari paesi che avevano optato per l'*inflation targeting* l'avevano fatto proprio perché insoddisfatti dalle strategie basate su obiettivi monetari.

Molte banche centrali abbandonano gli aggregati quantitativi

Nel decennio successivo l'importanza degli aggregati quantitativi è andata ulteriormente calando. A livello di conduzione della politica monetaria, ciò rifletteva il rapido diffondersi degli obiettivi di inflazione tra un numero sempre maggiore di paesi, non da ultimo fra le economie emergenti. A livello accademico, il declassamento, se non la vera e propria obsolescenza, degli aggregati quantitativi rispecchiava lo sviluppo e l'affermazione, come modelli di riferimento, di nuovi paradigmi macroeconomici che di fatto ignoravano completamente il ruolo della moneta e del credito, focalizzandosi esclusivamente sui tassi di interesse e sulle misure del sottoimpiego.

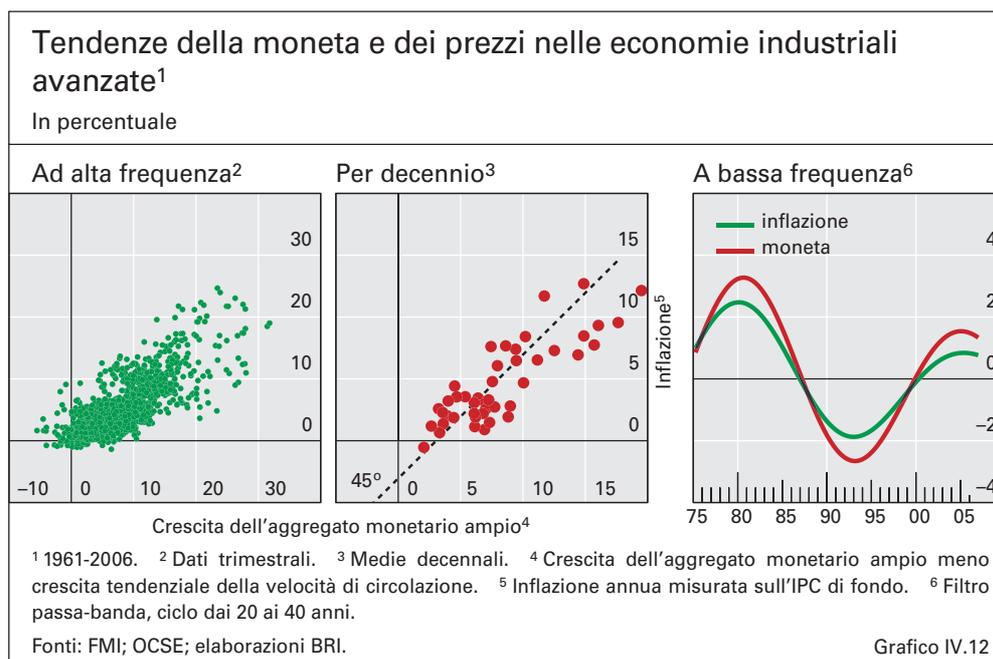
Recente revival?

L'istituzione della Banca centrale europea ha contribuito a rilanciare il dibattito sul ruolo degli aggregati quantitativi. Fin dall'inizio la BCE ha scelto di seguire da vicino l'evoluzione della moneta, sulla scia della tradizione monetarista della Bundesbank, facendo dell'analisi monetaria un pilastro importante per la valutazione degli andamenti e la conduzione della politica monetaria. L'adozione formale dello schema a due pilastri, la sua successiva riconferma e il suo impiego coerente sono esemplari al riguardo. In effetti, la BCE ha fatto costante affidamento sull'analisi monetaria come strumento per sottoporre a verifica incrociata, in un'ottica di medio periodo, i segnali di spinte inflazionistiche risultanti da un'analisi economica più convenzionale incentrata su un orizzonte temporale di più breve termine. La BCE ha altresì condotto un'attività di ricerca esaustiva che ha fornito considerevoli elementi empirici e teorici a sostegno del suo approccio.

La BCE eredita la tradizione monetarista

Fino a epoca recente, il tipo di riscontro empirico utilizzato per avvalorare questo approccio si incentrava perlopiù sul nesso tra moneta e inflazione evidenziato dall'equazione quantitativa. Si possono citare alcuni esempi. Primo, è stato argomentato che tale nesso, a lungo termine, continua a sussistere

Alcuni riscontri empirici avvalorano questo approccio



La crescita monetaria come anticipatore dell'inflazione di fondo ¹				
	Costante	Valore ritardato di un anno		
		Inflazione di fondo ²	<i>Output gap</i>	Crescita della moneta ³
Area dell'euro	-0,1	0,8**	0,4**	0,2**
Australia	0,4	0,7**	0,4	0,1
Canada	-0,1	0,5**	0,1	0,3**
Giappone	-0,8	0,5**	0,5**	0,3**
Norvegia	0,2	0,7**	0,6**	0,1*
Nuova Zelanda	-0,3	0,6**	0,3	0,2*
Regno Unito	-0,0	0,8**	0,5**	0,2
Stati Uniti	0,5	0,8**	0,5**	0,1**
Svezia	0,6	0,7**	0,3**	0,1*
Svizzera	0,1	0,6**	0,6**	0,1**

¹ Risultati della regressione dell'inflazione di fondo dei prezzi al consumo sulle variabili indicate. Periodo campione 1971-2006, valori annuali; i simboli * e ** denotano significatività statistica rispettivamente al livello del 10 e 5%. ² Inflazione misurata sull'IPC al netto di alimentari ed energia. ³ Moneta definita in termini di M2 per area dell'euro, Canada, Stati Uniti, Svezia e Svizzera, M2+CD per il Giappone, e aggregato monetario ampio secondo la definizione dell'OCSE per Australia, Norvegia, Nuova Zelanda e Regno Unito.

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

nonostante i vari cambiamenti intervenuti nel contesto economico e finanziario (grafico IV.12). Secondo, nella competizione tra misure dell'*output gap* e moneta è stato talora individuato un ruolo complementare per gli aggregati monetari (come illustrato nella tabella IV.1), a riprova della loro potenziale utilità come variabili informative addizionali. Inoltre, l'analisi empirica ha mostrato come il contenuto informativo degli aggregati monetari per l'inflazione sembri aumentare, e quello delle misure del sottoimpiego diminuire, man mano che si allunga l'orizzonte temporale, convalidando l'importanza della verifica incrociata in un'ottica di medio periodo.

Ritorno in auge degli aggregati creditizi

Nello stesso tempo, nei primi anni 2000 si è fatta strada un'altra prospettiva, che pone particolare enfasi sul ruolo degli aggregati quantitativi, e in particolare del credito. Questa corrente di pensiero affonda le sue radici agli inizi del XX secolo, nelle teorie sulle fluttuazioni cicliche che avevano posto l'accento sui processi tendenti ad autorafforzarsi e a provocare occasionalmente oscillazioni esasperate del ciclo. Essa attinge anche alla dottrina tradizionale che sottolinea l'importanza del credito e dei comportamenti speculativi come causa di instabilità finanziaria. Contiene infine elementi dei più recenti sviluppi della teoria economica, che rilevano come le imperfezioni del credito siano in grado di amplificare i cicli economici.

Questa evoluzione del pensiero scaturiva dall'osservazione di alcuni episodi recenti di boom economici e finanziari, cui erano seguite fasi contrattive alquanto gravi, con ripercussioni onerose. Ne è un esempio drammatico la recessione giapponese iniziata nei primi anni novanta. La fase espansiva in questo caso si era caratterizzata per un brusco aumento del credito,

L'esperienza di cicli *boom-bust* evidenzia il ruolo potenziale della moneta e soprattutto del credito ...

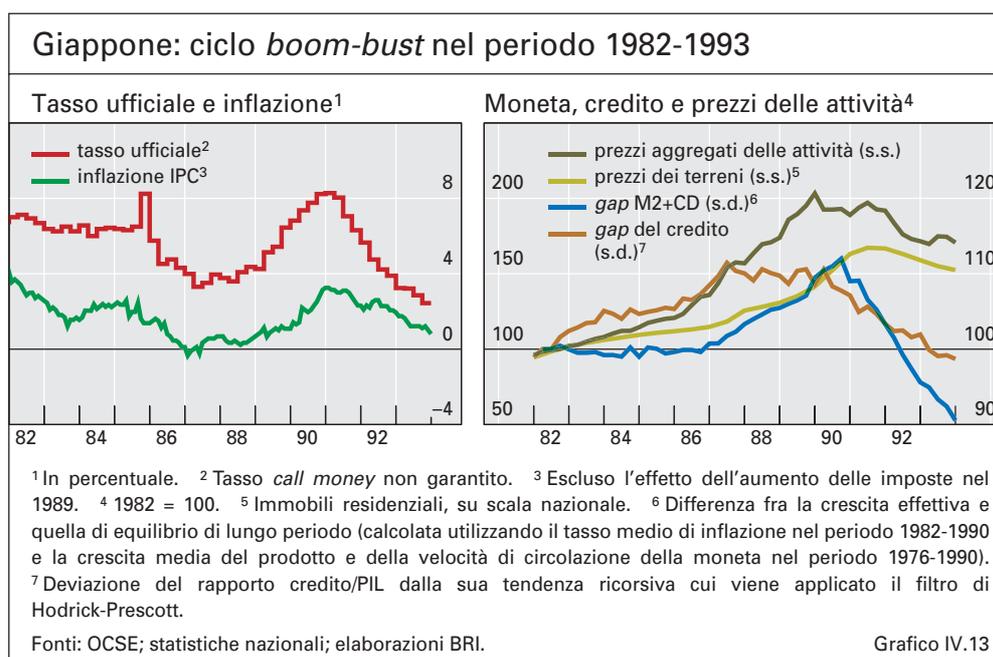
... specie in Giappone

crescenti prezzi delle attività e livelli insolitamente alti degli investimenti interni. A ciò si aggiungeva il fatto, particolarmente rilevante, che durante la rapida espansione l'inflazione manifesta non aveva costituito un problema, probabilmente per effetto degli andamenti favorevoli dal lato dell'offerta (grafico IV.13).

Inoltre, la ricerca ha documentato in misura crescente che questo tipo di boom del credito con esiti infausti si è riscontrato anche in altri paesi industriali ed economie emergenti e in epoche diverse. Sebbene la dinamica dei prezzi non sia sempre stata la stessa in tutti gli episodi, in genere l'inflazione non ha suscitato particolare preoccupazione. Fra gli esempi si possono citare le crisi bancarie nei paesi nordici a cavallo fra gli anni ottanta e gli anni novanta, la crisi nel Sud-Est asiatico del 1997-98 e, in certa misura, alcuni aspetti dei cicli nel Regno Unito e negli Stati Uniti, conclusisi con le recessioni dei primi anni novanta. Altre ricerche sono risalite ancor più a ritroso nel tempo per constatare che il periodo antecedente la Grande Depressione era stato contraddistinto da un analogo profilo non inflazionistico. Se ne può dedurre che i meccanismi economici e i comportamenti umani all'origine dei cicli di questo tipo sono sopravvissuti ai rilevanti cambiamenti che hanno interessato la struttura delle economie, il loro grado di apertura e i regimi regolamentari.

Questa prospettiva ha trovato sostegno in analisi statistiche più formali che mostrano come le rilevazioni in tempo reale della compresenza di aumenti eccezionalmente rapidi del credito e dei prezzi delle attività possano avere un contenuto informativo in merito a tensioni finanziarie, indebolimento del prodotto e disinflazione oltre il tradizionale orizzonte di uno-due anni normalmente impiegato ai fini della politica monetaria. Più in generale, gli studi econometrici hanno cominciato a individuare un ruolo significativo degli aggregati quantitativi, sia monetari sia creditizi, in questo tipo di fluttuazioni economiche *boom-bust*, nelle quali un ruolo chiave è svolto dai prezzi degli immobili.

Osservati anche altrove episodi di boom del credito con esiti infausti



Implicazioni per la politica monetaria

La principale implicazione di questa prospettiva è che potrebbe essere auspicabile contemplare negli schemi di politica monetaria la possibilità di opporre resistenza a un presumibile accumulo di squilibri finanziari anche quando le previsioni di inflazione a breve sono favorevoli. Ciò agirebbe come una sorta di assicurazione che limiti i rischi e i costi di un'eventuale correzione degli squilibri con effetti potenzialmente destabilizzanti. Una simile correzione potrebbe aver luogo sia a causa della gravità stessa degli squilibri, sia per l'emergere ritardato di pressioni inflazionistiche che richiedano interventi restrittivi da parte della banca centrale. Di fatto, in un contesto di bassa inflazione, gli effetti disinflazionistici di una fase contrattiva potrebbero trasformarsi in rischi di deflazione, con complicazioni derivanti dagli oneri del debito reale e dai vincoli della soglia zero per i tassi di interesse nominali. Sul piano operativo, un inasprimento preventivo richiederebbe un orizzonte previsionale più lungo dei tradizionali uno-due anni, così da consentire una valutazione più strutturata dei rischi nell'esercizio prospettico.

Valutazione degli andamenti monetari e creditizi nelle decisioni di politica monetaria

Le banche centrali hanno adottato posizioni diverse sul ruolo da attribuire agli aggregati monetari e creditizi negli attuali schemi concettuali di politica monetaria.

Alcune banche centrali sono ancora riluttanti ad assegnare un ruolo preminente alla moneta ...

Molte banche centrali hanno incontrato difficoltà nell'estrarre dagli aggregati monetari informazioni sufficientemente affidabili da poter utilizzare come indicatori per l'inflazione, e di conseguenza si sono mostrate riluttanti ad assegnare a tali grandezze un ruolo preminente nel controllo del processo inflazionistico. Rientrano in questa categoria la Federal Reserve e la maggior parte delle autorità monetarie con obiettivi di inflazione. Tuttavia, alcune di queste banche centrali hanno cominciato a chiedersi se sia giustificato un atteggiamento di "benevola indifferenza" verso gli aggregati monetari, soprattutto laddove questi ultimi sono cresciuti rapidamente. La Bank of England e, in maggior misura, la Banca nazionale svizzera ne sono due esempi. Viceversa, fin dalle sue origini la BCE ha sempre sottolineato l'importanza degli aggregati monetari per una verifica incrociata delle indicazioni provenienti dalle determinanti a breve termine dell'inflazione.

... altre risultano invece più propense

Maggiore disponibilità a considerare il credito come fattore di squilibri finanziari

Negli ultimi anni la cultura delle banche centrali si è fatta in certa misura più ricettiva nei confronti della prospettiva che enfatizza il ruolo potenziale degli aggregati quantitativi nel segnalare squilibri finanziari. Per esempio, la BCE ha esteso e affinato l'interpretazione del pilastro dell'analisi monetaria, in modo da rispecchiare il ruolo del credito e dei prezzi delle attività. Analogamente, anche la seconda prospettiva (a medio termine) del nuovo schema concettuale della Bank of Japan può includere questi fattori. Inoltre, diversi regimi con obiettivi di inflazione considerano ora la possibilità di estendere il normale orizzonte temporale alla luce di un potenziale accumulo di squilibri finanziari, coerentemente con questo approccio (Bank of England, Sveriges Riksbank e Norges Bank), oppure hanno sottolineato l'importanza di porsi fin dal principio in un orizzonte di medio periodo, come nel caso della Reserve Bank of Australia.

Negli anni a venire si assisterà probabilmente a un ulteriore intensificarsi del dibattito su quanta preminenza attribuire agli aggregati monetari e creditizi negli schemi concettuali della politica monetaria. L'attuale rapida espansione di questi aggregati in varie parti del mondo potrebbe indurre alcune banche centrali a porsi quesiti esistenziali sulla risposta appropriata da dare sul piano della *policy*. Come si è notato in precedenza, la posta in gioco è alta. Attribuendo un peso eccessivo agli aggregati si corre il rischio di iperreazioni e di rendere più confuse le idee del pubblico sulle strategie e priorità della banca centrale, specie nelle economie in cui le pressioni inflazionistiche a breve restano contenute. Sottovalutando i loro segnali vi è all'opposto il rischio di reagire troppo poco e troppo tardi. In ultima analisi, nell'uno e nell'altro caso la credibilità della banca centrale cammina sul filo.

V. I mercati dei cambi

Aspetti salienti

Per gran parte del 2006 e nei primi quattro mesi del 2007 il dollaro USA si è gradualmente deprezzato su base nominale ponderata per l'interscambio, mentre l'euro si è apprezzato. Lo yen ha accusato un indebolimento ancora maggiore di quello del dollaro. Molte altre valute europee – fra cui la corona ceca, la corona svedese e la sterlina – si sono parimenti rafforzate sia in termini ponderati per l'interscambio sia rispetto all'euro nel 2006, ma in seguito sono lievemente arretrate. La principale eccezione è costituita dal franco svizzero, che per l'intero periodo in esame ha subito un generale deprezzamento. Alcune divise della regione asiatica, e più in particolare il baht thailandese, si sono apprezzate in termini effettivi. Nella seconda metà del 2006 il rafforzamento del renminbi si è fatto più pronunciato rispetto al dollaro USA, mentre è risultato notevolmente più modesto in termini ponderati per l'interscambio.

I mercati valutari sono stati nell'insieme contraddistinti da volumi elevati di scambi e livelli storicamente bassi della volatilità, la quale si è tuttavia accresciuta in due episodi. Nel primo, relativo al periodo maggio-giugno 2006, le conseguenze più significative sono state generalmente avvertite dalle divise delle economie emergenti (quali il real brasiliano) e da quelle di paesi con tassi di interesse elevati e ampi disavanzi di parte corrente (ad esempio i dollari australiano e neozelandese). Nel secondo episodio la volatilità è aumentata per un gran numero di monete a partire dalla fine di febbraio 2007, per poi tornare a ridursi da metà marzo.

Tre fattori principali hanno influito sugli andamenti dei cambi nel periodo in rassegna. In primo luogo, i differenziali di tasso di interesse che, riflettendo le prospettive macroeconomiche e le loro implicazioni per la politica monetaria, hanno continuato a incidere sui movimenti di una serie di coppie valutarie. Sullo sfondo della bassa volatilità dei cambi, il continuo aumento delle operazioni di *carry trade* ha costituito un importante meccanismo di azione dei differenziali di interesse. In secondo luogo, in linea con una tendenza in atto dalla fine degli anni novanta, l'accumulo di riserve valutarie ufficiali si è sensibilmente intensificato nel 2006, limitando gli effetti delle pressioni al rialzo sulle valute della regione asiatica e di vari paesi esportatori di petrolio. In alcuni casi – e in particolare in Cina, Corea, Malaysia e Thailandia – sono state anche introdotte delle modifiche ai controlli sui capitali al fine di attenuare le spinte verso l'alto. In terzo luogo, il contesto entro il quale si sono determinati i cambi ha continuato a contraddistinguersi per la presenza di squilibri internazionali. Gli ampi disavanzi fiscali o correnti possono avere inciso sulla misura in cui talune valute hanno reagito agli episodi di accresciuta volatilità sui mercati finanziari. Nello stesso tempo, rispetto al passato, gli operatori

avrebbero attribuito minor peso al disavanzo corrente statunitense quale determinante degli andamenti del dollaro.

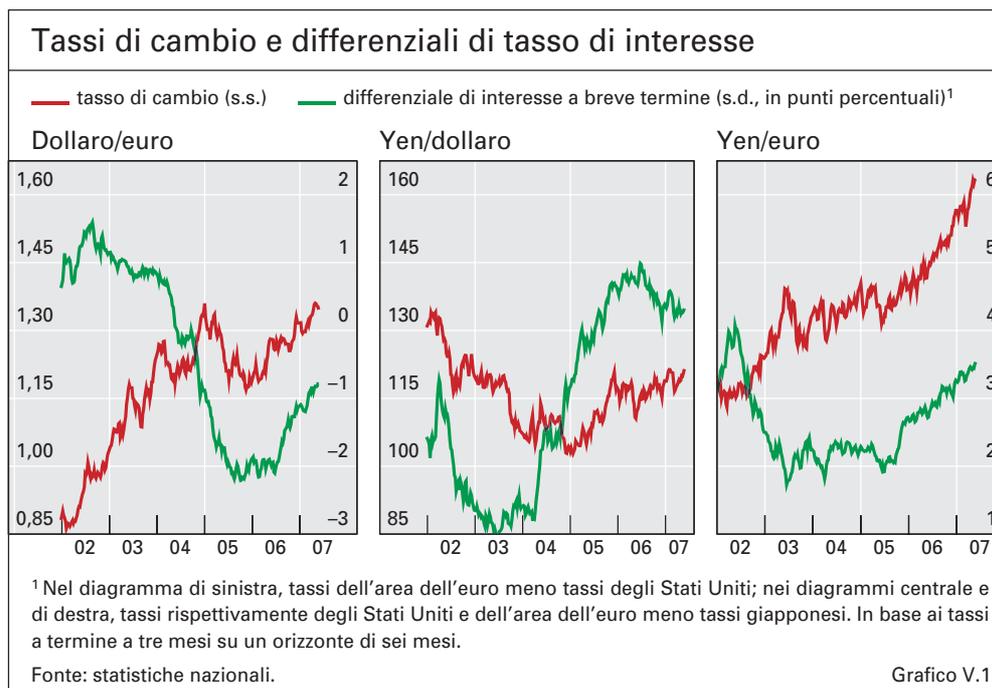
L'ultima sezione di questo capitolo approfondisce alcune tendenze in materia di gestione delle riserve che possono incidere in misura significativa sui mercati finanziari, compresi quelli dei cambi. La sezione prende in esame vari fattori all'origine di tali tendenze, tra cui: l'ampio accumulo di riserve da parte di alcuni paesi; i progressi delle tecnologie finanziarie e lo sviluppo dei mercati dei capitali; i mutamenti del contesto di *governance* esterna entro il quale operano le banche. Segue una discussione di alcune delle sfide poste da questi cambiamenti.

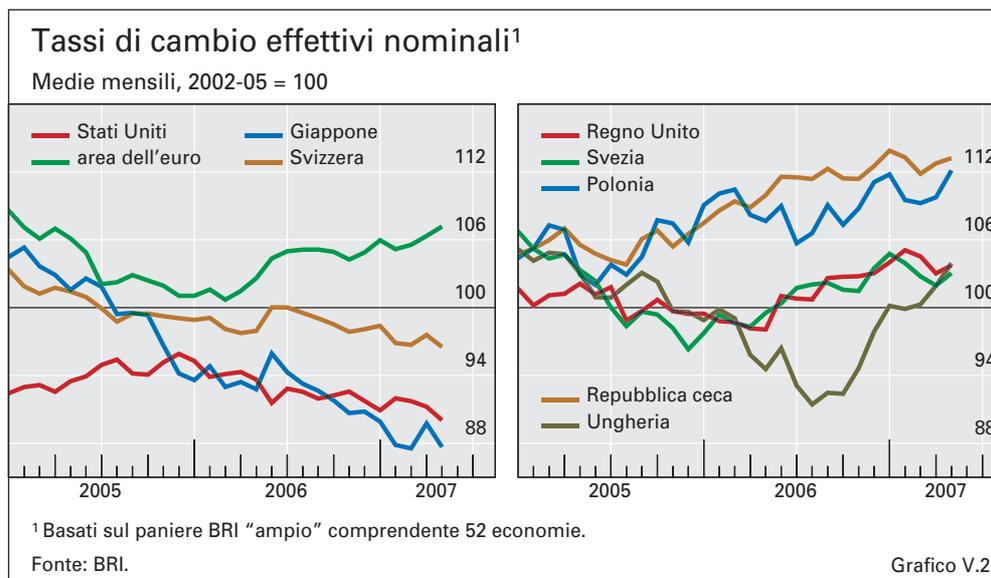
Andamenti dei mercati valutari

Nel 2006 e nei primi quattro mesi del 2007 gran parte delle divise ha seguito tendenze generalmente ininterrotte. Per alcune valute esistono tuttavia riscontri di una chiara discontinuità agli inizi del 2007.

Nel periodo in esame il dollaro USA ha registrato un generale deprezzamento, scendendo di quasi il 6% in termini effettivi nominali. Rispetto all'euro si è indebolito di circa il 15%, perdendo gran parte del terreno guadagnato nel 2005 (grafico V.1). Nel 2006 la moneta USA si è deprezzata anche nei confronti di diverse altre valute europee (soprattutto della sterlina), nonché del dollaro australiano e delle divise di una serie di economie asiatiche emergenti. Per contro, dopo un brusco deprezzamento in maggio, nel resto dell'anno il dollaro è aumentato rispetto allo yen. In generale, agli inizi del 2007 sembra essersi verificato un cambiamento nell'evoluzione dei cambi della moneta statunitense: in alcuni casi la tendenza precedente è parsa invertirsi, mentre in altri il dollaro si sarebbe pressoché stabilizzato.

Generale deprezzamento del dollaro



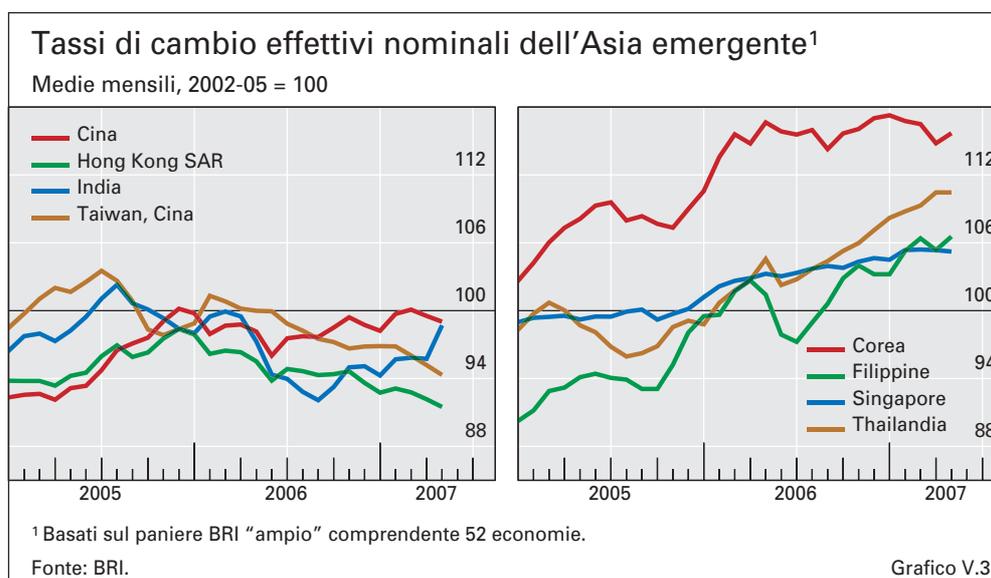


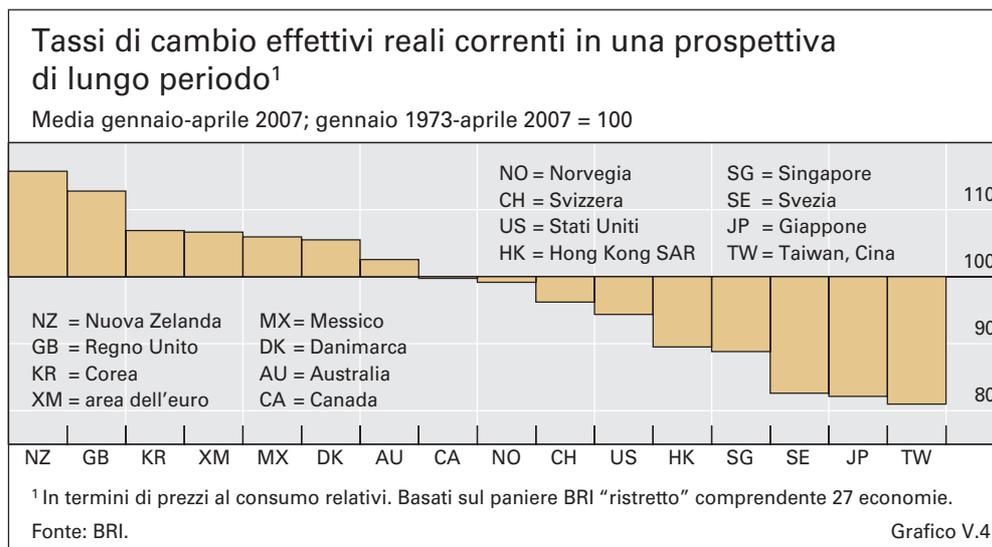
Apprezzamento di gran parte delle divise europee

Nel corso del 2006 le valute europee si sono generalmente apprezzate in termini effettivi nominali. L'euro ha guadagnato quasi il 5%; la corona ceca, la corona svedese e la sterlina hanno registrato anch'esse un sensibile rafforzamento (grafico V.2). Inoltre, nella seconda metà dell'anno è intervenuto un apprezzamento del fiorino ungherese e dello zloty polacco. Agli inizi del 2007, tuttavia, si sono verificate alcune inversioni di rotta. Il franco svizzero ha costituito un'eccezione di rilievo: nella prima metà del 2006 è rimasto relativamente stabile in termini effettivi nominali, mentre nel resto del periodo in esame ha subito un deprezzamento.

Tendenze difformi delle valute asiatiche

Le valute della regione asiatica hanno seguito andamenti diversi, tendendo a evidenziare rispetto agli anni precedenti una minore sincronia sia nel cambio con il dollaro sia in termini effettivi. Lo yen si è indebolito in termini effettivi nominali nel 2006 e nei primi mesi del 2007, così come anche il dollaro di Hong Kong e il nuovo dollaro di Taiwan, benché la moneta giapponese si sia lievemente rafforzata nel maggio 2006 e nel marzo 2007. Per contro, il peso





filippino e il baht thailandese hanno registrato un apprezzamento significativo (grafico V.3). Il won coreano, che pure nel 2006 si è rafforzato meno di altre valute asiatiche, è rimasto su livelli elevati dopo l'incremento del 15% in termini effettivi nominali messo a segno nell'anno e mezzo precedente. Nei primi quattro mesi del 2007, tuttavia, la moneta coreana ha perso poco più dell'1%. Tra la prima metà del 2006 e il periodo fine giugno 2006-fine febbraio 2007 il renminbi ha visto pressoché raddoppiare (a quasi il 5% su base annualizzata) il proprio ritmo di apprezzamento sul dollaro USA, mentre ha registrato un rafforzamento più modesto in termini ponderati per l'interscambio. A marzo e aprile 2007 la moneta cinese si è mantenuta sostanzialmente stabile su quella statunitense, ma ha perso oltre l'1% in termini effettivi.

I livelli dei cambi in una prospettiva di più lungo periodo

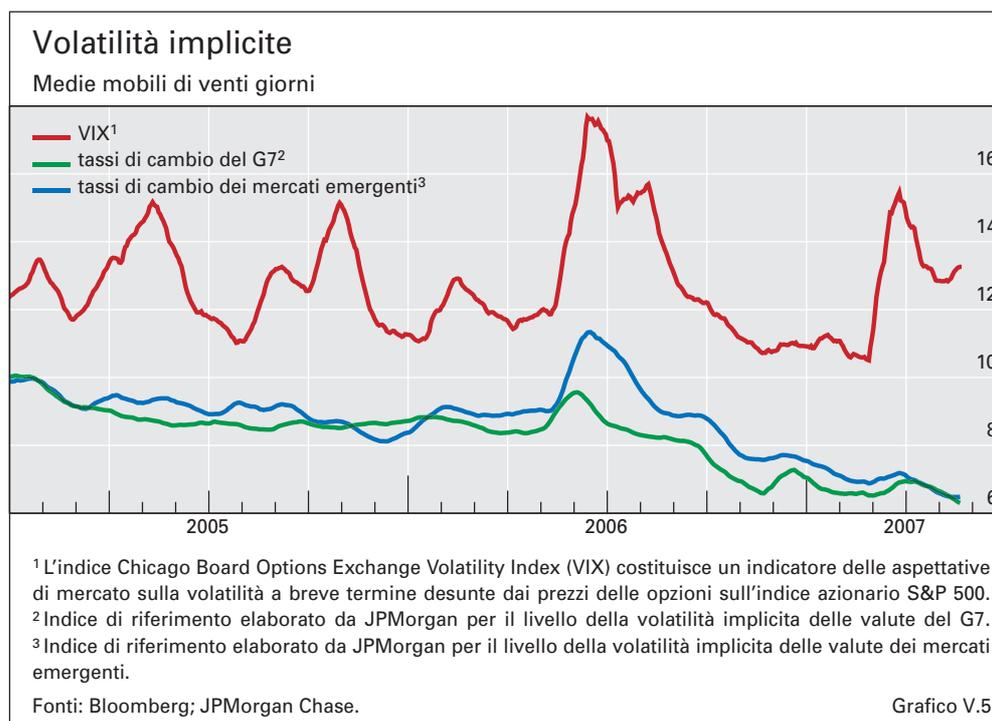
Un modo per valutare i livelli dei cambi in una prospettiva a più lungo termine consiste nel raffrontare i tassi di cambio effettivi reali con le loro medie di lungo periodo. Durante l'anno in esame la posizione di gran parte delle valute rispetto a questo valore di riferimento non è variata sostanzialmente. Nell'arco dei primi quattro mesi del 2007 i tassi di cambio effettivi reali del dollaro USA e dell'euro non si sono scostati di più del 7% dalle rispettive medie di lungo periodo (grafico V.4). Alcune valute asiatiche, e in particolare il nuovo dollaro di Taiwan e lo yen, si sono collocate su livelli inferiori di oltre il 10% alla loro media. Lo stesso vale per la corona svedese. All'estremo opposto, il dollaro neozelandese e la sterlina sono risultati notevolmente superiori.

Alcune monete si discostano notevolmente dalle medie di lungo periodo

Le condizioni nei mercati valutari

I mercati valutari sono stati contraddistinti nell'insieme da volumi elevati di scambi e da una volatilità storicamente bassa, in linea con la tendenza sostanzialmente calante di quest'ultima su tutti i mercati finanziari (grafico V.5; si veda anche il Capitolo VI). Si sono verificati due episodi di rialzo della volatilità dei cambi, che hanno inoltre coinciso con un più generalizzato aumento della volatilità nei mercati finanziari. In entrambi gli episodi, tuttavia, gli incrementi sono stati modesti e circoscritti.

Volumi elevati e bassa volatilità



Due episodi di maggiore volatilità

Nel primo episodio, verificatosi nel periodo maggio-giugno 2006, la volatilità sia implicita sia effettiva è temporaneamente salita sui mercati yen/dollaro e yen/euro. Essa ha subito un rialzo particolarmente pronunciato nel caso di alcune valute dei paesi emergenti (quali il real brasiliano e il rand sudafricano) e inferiore in quello delle monete di paesi con tassi di interesse elevati e ampi disavanzi correnti (come i dollari australiano e neozelandese). Le tendenze all'apprezzamento in atto hanno subito una temporanea battuta d'arresto. Il secondo episodio si è prodotto a cavallo tra febbraio e marzo 2007. La volatilità di diverse coppie valutarie è aumentata, in concomitanza con il nuovo forte rialzo della volatilità osservato più in generale sui mercati finanziari, e l'attività in cambi si è intensificata.

Determinanti dei cambi

Nell'ultimo anno circa gli andamenti dei cambi sono stati determinati da tre fattori principali: le prospettive macroeconomiche e le relative implicazioni per la politica monetaria e i differenziali di tasso di interesse; le politiche di cambio e gli interventi connessi, soprattutto nei paesi asiatici emergenti; gli squilibri esterni a livello mondiale. Sulla dinamica di alcune valute hanno inoltre influito i movimenti dei prezzi delle materie prime.

I differenziali di tasso di interesse e il ruolo dei carry trade

I differenziali di interesse sono un importante fattore alla base dei movimenti valutari

Come negli anni precedenti, il variare dei differenziali di tasso di interesse effettivi e attesi – che riflette la valutazione degli operatori circa le condizioni macroeconomiche e le implicazioni delle stesse per la politica monetaria – sembra avere influito in misura notevole sui movimenti valutari. Un esempio importante è costituito dall'evoluzione del cambio dollaro/euro. A giudicare

dai tassi a termine impliciti, desunti dai contratti *forward*, gli operatori si attendevano che la BCE continuasse a normalizzare i tassi per l'intero periodo in esame e ritenevano che la Federal Reserve fosse invece prossima al punto di svolta superiore del suo ciclo di inasprimento (grafico V.1). Ciò è in linea con l'apprezzamento tendenziale dell'euro rispetto al dollaro nel 2006 e nei primi mesi del 2007.

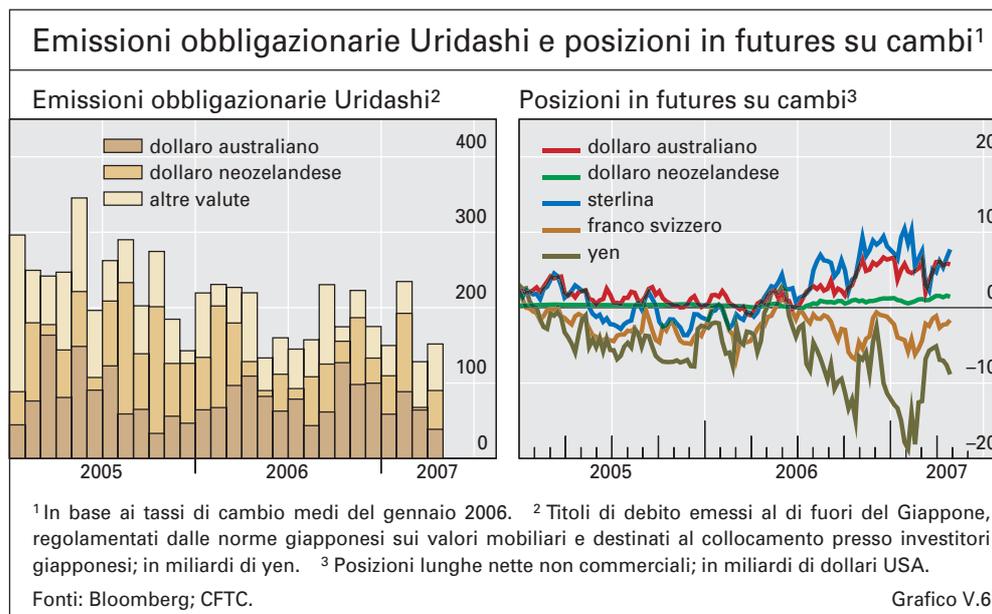
Inoltre, la bassa volatilità e gli ampi differenziali di interesse hanno favorito ingenti flussi incrociati di valute sotto forma di *carry trade*, un termine generalmente riferito alle attività speculative di operatori finanziari quali gli *hedge fund* (o fondi speculativi) e i *commodity trading adviser*. Tali operazioni comportano l'assunzione contemporanea di posizioni corte nella valuta di finanziamento e lunghe in quella di investimento, di norma attraverso il mercato dei derivati. Esse sono remunerative fintantoché i guadagni connessi ai differenziali di interesse non sono controbilanciati dalle variazioni di cambio e, di conseguenza, sono sensibili all'aumento della volatilità del cambio o alle variazioni improvvise delle aspettative sui tassi. Chi investe in questi strumenti ha spesso un elevato grado di leva e può essere costretto a liquidare molto rapidamente le proprie posizioni al variare delle condizioni di mercato. Ciò può esercitare un impatto potenzialmente forte sui cambi, soprattutto nei mercati minori. L'improvviso crollo del dollaro rispetto allo yen nell'ottobre 1998 sta nondimeno a indicare che persino segmenti di mercato importanti possono risentire del repentino smobilizzo dei *carry trade*.

Ruolo significativo dei *carry trade*

Per valutare il ruolo dei *carry trade* risulta utile distinguerli da altri due tipi di flussi incrociati di monete con i quali presentano alcune analogie. Uno di questi è generato dagli investitori al dettaglio di un determinato paese che acquistano attività a più alto rendimento denominate in una divisa estera. Particolare attenzione ha richiamato ad esempio l'acquisto di obbligazioni in valuta da parte dei piccoli investitori giapponesi, presumibilmente favorito dalla crescente tolleranza al rischio che ha accompagnato l'accelerazione del prodotto nazionale. Questi soggetti detengono la maggior parte della loro ricchezza in yen e sono quindi meno sensibili al rischio di un repentino aumento di valore della divisa nipponica rispetto agli investitori con un alto grado di leva, che si indebitano nella moneta. È pertanto meno probabile che essi liquidino i loro investimenti in valuta durante gli episodi di volatilità del cambio. Di fatto, secondo fonti di mercato, gli investitori al dettaglio giapponesi avrebbero approfittato dell'apprezzamento dello yen connesso al più recente rialzo della volatilità per accrescere la loro esposizione in attività estere ben remunerate. Tuttavia, anche un ridimensionamento di questa esposizione potrebbe avere effetti significativi sui cambi se avvenisse su scala sufficientemente ampia.

Anche l'attività degli investitori al dettaglio ha un influsso rilevante

Da indicazioni indirette risulta che nel periodo in esame gli acquisti di attività denominate in divise estere da parte degli investitori al dettaglio sono stati ingenti. Le statistiche relative alle obbligazioni in valuta acquistate da soggetti privati giapponesi segnalano per il 2006 costanti deflussi dallo yen verso divise ad alto rendimento, in particolare i dollari australiano e neozelandese (grafico V.6). Talune analisi di mercato fanno riferimento a stime ufficiali (ma informali) relative al Giappone, secondo le quali l'esposizione



degli investitori al dettaglio nipponici in titoli esteri potrebbe ammontare a circa \$150 miliardi.

Un secondo tipo di flusso valutario incrociato che presenta analogie con i *carry trade* si produce quando i residenti di un paese con tassi di interesse elevati mutuano fondi in valute a basso rendimento per acquistare attività nazionali. Durante il periodo in esame gli analisti di mercato hanno rivolto l'attenzione al fatto che nell'Europa centrale e orientale le famiglie hanno finanziato i propri mutui indebitandosi in euro e franchi svizzeri. Se sufficientemente ampia, la conseguente esposizione valutaria può rendere vulnerabile la moneta nazionale, come ha evidenziato la crisi asiatica del 1997-98. I riscontri disponibili indicano tuttavia che tali investimenti non sono stati così cospicui e che, a differenza delle strategie di *carry trade* a elevato grado di leva, non rischiano di essere liquidati rapidamente. In aggiunta, gran parte del credito nell'Europa centrale e orientale è comunque erogata da banche dell'Europa occidentale con esposizioni diversificate.

Nel periodo in esame studi di mercato hanno indicato lo yen e il franco svizzero come principali valute di finanziamento dei *carry trade* e i dollari australiano e canadese, la sterlina e alcune valute dei paesi emergenti (tra cui il real brasiliano, il fiorino ungherese e il rand sudafricano) quali principali divise di investimento. I *carry trade* hanno presumibilmente favorito l'apprezzamento di queste ultime. Per converso, nel periodo maggio-giugno 2006 e nel febbraio 2007 la liquidazione di tali strategie può avere concorso a indebolire le valute di investimento e a rafforzare quelle di finanziamento (tabella V.1). Poiché il rialzo della volatilità è stato piuttosto modesto ed effimero, anche questo effetto è stato ridotto e temporaneo e non si è esteso ad altri mercati valutari.

Le misure volte a cogliere i risultati *ex ante* o *ex post* dei *carry trade* evidenziano che, per gran parte del 2006 e nei primi mesi del 2007, queste strategie sono state generalmente remunerative su una base corretta per il rischio. Dal rapporto *carry-rischio*, una misura del differenziale di tasso di

Per alcune valute i *carry trade* sono importanti ...

... e remunerativi

Differenziali di tasso di interesse, squilibri esterni e volatilità del cambio						
	Differenziale di tasso di interesse ¹	Conto corrente ²	Tasso di cambio ^{3,4}		Volatilità implicita ^{4,5}	
	2006	2006	Episodio 1 ⁶	Episodio 2 ⁷	Episodio 1 ⁶	Episodio 2 ⁷
Brasile	9,8	1,3	-8,7	-1,7	7,2	4,3
Nuova Zelanda	2,7	-8,8	-1,7	-2,4	-0,1	1,9
Sudafrica	2,5	-6,4	-10,9	-4,1	10,5	2,5
Messico	2,4	-0,2	-4,1	-2,1	4,5	0,6
Ungheria	2,1	-6,9	-2,8	0,0	0,8	0,4
Australia	1,1	-5,4	-2,3	-0,7	0,2	1,1
Cile	0,1	3,8	-4,8	0,4	4,3	0,7
Regno Unito	-0,0	-2,9	0,7	-2,0	0,4	0,3
Corea	-0,4	0,7	-2,2	-1,4	-0,7	0,6
Polonia	-0,7	-2,1	-4,2	0,1	1,7	-0,0
Canada	-0,8	1,7	1,3	-0,6	1,0	0,0
Norvegia	-1,7	16,7	-0,2	-0,6	-0,0	0,2
Area dell'euro	-1,8	-0,3	-0,0	0,4	-0,1	0,5
Svezia	-2,6	7,4	0,8	-1,5	0,0	0,6
Taiwan, Cina	-3,1	7,1	-2,6	0,2	-0,1	0,7
Svizzera	-3,4	18,5	0,8	1,7	0,0	1,2
Giappone	-4,5	3,9	-0,9	4,8	-0,7	2,4
<i>Per memoria: VIX</i>	9,1	11,7

¹ Tasso a tre mesi rispetto al tasso USA. ² Saldo in percentuale del PIL. ³ Variazioni, in percentuale. Un aumento indica un apprezzamento sul dollaro. ⁴ Fra il livello medio nel mese che ha preceduto l'inizio dell'episodio di volatilità e il livello corrispondente al picco di volatilità VIX. ⁵ Differenza in punti percentuali. Volatilità implicita a un mese rispetto al dollaro USA. ⁶ Cominciato il 17 maggio 2006, con un picco il 13 giugno 2006. ⁷ Cominciato il 27 febbraio 2007, con un picco il 5 marzo 2007.

Fonti: FMI; Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; statistiche nazionali. Tabella V.1

interesse aggiustato per il rischio atteso implicito nelle opzioni valutarie, si evince ad esempio che i *carry trade* finanziati in yen sono stati particolarmente appetibili nel 2006, grazie ai sostenuti differenziali di interesse e alla bassa volatilità del cambio (grafico V.7). La loro redditività è tuttavia scesa nel periodo maggio-giugno 2006 e nel febbraio 2007, di riflesso all'aumento della rischiosità presunta di tali operazioni durante le fasi di maggiore volatilità sui mercati finanziari.

È notoriamente difficile stimare l'entità dei *carry trade* e determinarne l'impatto sui cambi. In assenza di dati pubblicamente disponibili sulle posizioni nei mercati valutari, si ricorre di norma a misure indirette alternative, quali: le statistiche concernenti le posizioni aperte degli speculatori in futures su valute; diverse variabili che rilevano l'attività sui mercati valutari; le analisi di stile dei rendimenti degli *hedge fund*; le statistiche bancarie internazionali della BRI. Nell'insieme, se raffrontate con i parametri di redditività dei *carry trade*, tutte le fonti suddette indicano che queste strategie possono avere influito in misura significativa sugli andamenti dei cambi durante il periodo in esame.

Un indicatore ampiamente utilizzato è ricavato dalle statistiche concernenti le posizioni aperte in futures su valute scambiati presso il Chicago

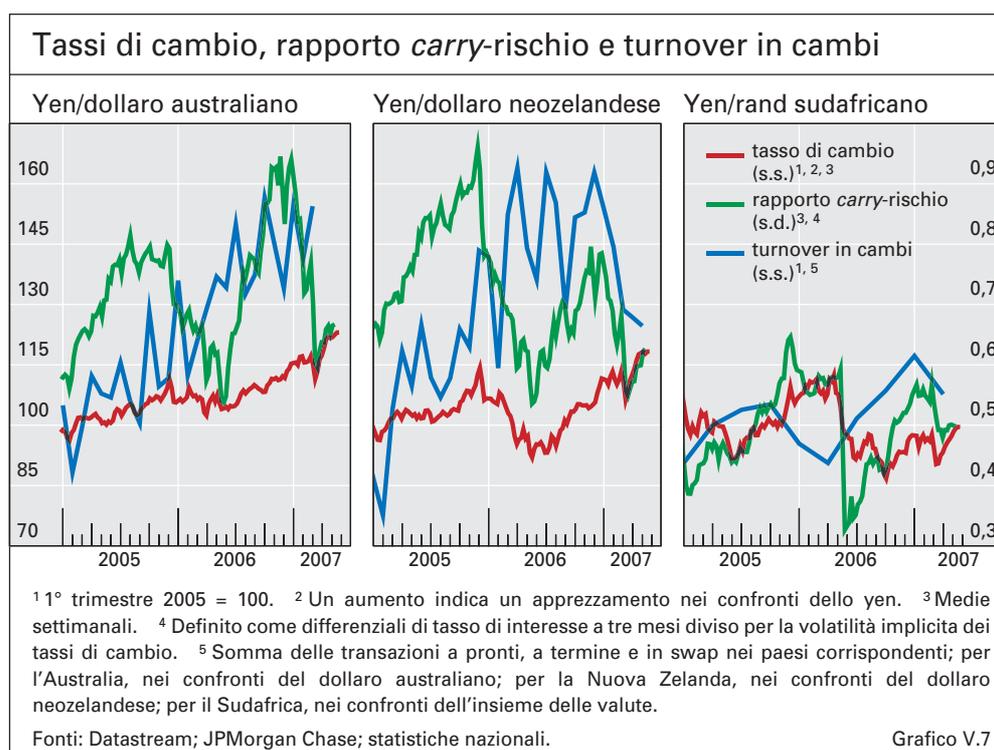
Approcci alternativi alla misurazione dei *carry trade*:

posizioni aperte
sul mercato
dei futures ...

Mercantile Exchange. Tali statistiche distinguono tra operatori commerciali e non commerciali (speculativi), oltre che tra posizioni corte e lunghe. I dati sulle posizioni in essere nette degli operatori non commerciali – soprattutto corte in yen e lunghe in sterline e dollari australiani – sono in linea con una forte espansione dei volumi di *carry trade* nel 2005 e 2006 e con un calo degli stessi alla fine di febbraio 2007, in concomitanza con un aumento della volatilità sui mercati valutari (grafico V.6). Esistono invece minori riscontri di una crescita delle posizioni corte nette in franchi svizzeri assunte da operatori speculativi nel corso del 2006. Nel contempo, una serie di motivi induce a valutare con cautela le suddette conclusioni. Anzitutto, l'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati realizzata dalla BRI indica che solo una piccola porzione dei contratti valutari passa attraverso i mercati dei futures. Inoltre, la suddivisione delle operazioni in commerciali e non commerciali è piuttosto arbitraria. Infine, alcune delle operazioni classificate come speculative potrebbero non essere riconducibili a *carry trade*.

... attività sui
mercati valutari ...

I dati sul volume di scambi nei mercati valutari corroborano le conclusioni tratte dall'analisi dei mercati dei futures. La forte crescita delle operazioni concernenti i dollari australiano e neozelandese, oltre che una serie di valute delle economie emergenti, è in linea con l'espansione dei *carry trade* aventi tali divise come moneta di investimento nel corso del 2006 (grafico V.7). Gli alti livelli toccati dagli scambi aggregati dopo una forte flessione del rapporto *carry*-rischio sembrano riflettere la liquidazione dei *carry trade* a seguito di un aumento della volatilità sui mercati valutari. Al tempo stesso, questi dati sugli scambi possono fornire un'indicazione solo indiretta in quanto non individuano la natura delle operazioni o delle controparti interessate. Anche le indagini semestrali sui mercati dei derivati fuori borsa,



che presentano limiti analoghi, offrono alcuni elementi a riprova della crescente attività in varie monete di investimento utilizzate nei *carry trade*, nonché in valute di finanziamento quali lo yen e il franco svizzero.

Un approccio alternativo alla valutazione del ruolo dei *carry trade*, fondato sull'analisi di stile dei rendimenti di un'ampia gamma di *hedge fund*, conferma anch'esso la generale importanza di tali strategie per varie divise. Nell'analisi di stile si effettua una regressione dei rendimenti di un insieme di fondi speculativi sulle misure dei guadagni di specifiche strategie di *carry trade*, tenendo conto dell'andamento degli indici ampi di mercato. L'applicazione di questa tecnica ai dati di alcune centinaia di *hedge fund* relativi agli ultimi due anni consente di meglio valutare se i rendimenti siano stati influenzati dai suddetti guadagni. I risultati indicano che le strategie aventi per oggetto valute quali il dollaro australiano o il real brasiliano svolgono un ruolo statisticamente significativo, seppur modesto, nello spiegare l'andamento delle diverse tipologie di *hedge fund*. Benché quest'analisi di stile possa essere utile a evidenziare la significatività delle strategie di *carry trade* per i fondi speculativi nel medio periodo, risulta difficile ricavarne con una certa precisione il comportamento di tali investimenti negli episodi di rialzo della volatilità.

... analisi di stile degli *hedge fund* ...

Le statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale offrono un'immagine più differenziata dell'importanza dei *carry trade*. Esse possono rivelarsi di ausilio nella misura in cui tali strategie vengono realizzate, almeno in parte, mediante operazioni di prestito in senso proprio. Una variazione dei crediti ai residenti dei centri finanziari rispetto ad altre sedi potrebbe essere ritenuta indicativa di una modifica nell'attività di *carry trade*, poiché molti *hedge fund* o unità di negoziazione degli intermediari finanziari sono insediati in tali centri. I dati evidenziano in effetti una riduzione dello stock di attività in essere denominate in yen nel 2006, comprendente un calo dei crediti verso residenti del Regno Unito e dei centri offshore. Ciò sembra in linea con una minore attività in *carry trade* aventi lo yen come moneta di finanziamento. I crediti in franchi svizzeri sono invece aumentati nella prima metà del 2006, a indicare il ruolo crescente del franco come moneta di finanziamento, benché le attività verso prenditori nel Regno Unito e nei centri finanziari offshore siano rimaste relativamente modeste. Anche questi risultati vanno interpretati con cautela, poiché l'andamento dei crediti bancari globali dipende da vari altri fattori oltre che dai *carry trade*.

... e statistiche bancarie della BRI

Le politiche di cambio

Nel 2006, come negli anni precedenti, il considerevole accumulo di riserve ufficiali sta a indicare che gli interventi hanno costituito una determinante di rilievo degli andamenti dei cambi. Le disponibilità in valuta detenute dalle autorità monetarie sono aumentate di circa \$850 miliardi, il doppio rispetto al 2005 (tabella V.2). L'accumulo riflette principalmente – anche se non esclusivamente – gli interventi effettuati sui mercati valutari in risposta alle pressioni al rialzo sui cambi dovute agli ingenti afflussi verso i mercati finanziari nazionali, cui si sono spesso accompagnati ampi avanzi di parte corrente. Ad accrescere le riserve in termini di dollari USA hanno probabilmente contribuito

Incremento significativo delle riserve valutarie ufficiali

anche gli effetti di valutazione risultanti dalle sensibili variazioni di cambio, nonché i flussi di reddito.

L'aumento ha riguardato non soltanto le riserve valutarie ufficiali iscritte nei bilanci delle banche centrali, ma anche – e in misura significativa – quelle gestite dai *sovereign wealth fund* (fondi di ricchezza sovrana). In alcuni casi questi fondi sono stati istituiti per neutralizzare gli effetti della volatilità dei prezzi delle materie prime sull'economia nazionale e sono quindi aumentati in presenza di livelli elevati e crescenti di tali prezzi. Ne è un esempio il fondo pensione governativo della Norvegia, uno dei più trasparenti di questa categoria, che dal 2002 si è triplicato per effetto del rincaro del petrolio. Altri rappresentano una destinazione alternativa per gli avanzi correnti delle

Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali							
In miliardi di dollari USA							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	<i>Per memoria: consistenze (dic. 2006)</i>
	A tassi di cambio correnti						
Totale	113,2	358,7	616,8	723,2	426,1	859,8	5 034,2
Paesi industriali	6,3	116,1	215,5	197,3	-23,3	99,9	1 394,9
Stati Uniti	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	3,1	40,9
Area dell'euro	-10,8	8,0	-27,6	-7,0	-14,0	16,9	184,0
Giappone	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	46,1	874,9
Asia	76,2	174,0	263,8	363,8	250,0	396,3	2 217,5
Cina	46,6	74,2	116,8	206,7	208,9	247,5	1 066,3
Corea	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	28,4	238,4
Filippine	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	4,1	19,9
Hong Kong SAR	3,6	0,7	6,5	5,2	0,7	8,9	133,2
India	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	39,2	170,2
Indonesia	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	7,9	40,7
Malaysia	1,2	3,8	10,4	22,1	4,5	12,4	81,7
Singapore	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	20,5	135,8
Taiwan, Cina	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	12,9	266,1
Thailandia	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	14,6	65,1
America latina ¹	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	53,7	271,0
Argentina	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	7,7	30,4
Brasile	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	32,0	85,6
Cile	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	2,5	19,2
Messico	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	2,4	75,4
Venezuela	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	5,5	28,9
ECO ²	4,0	24,2	21,1	21,4	15,3	26,0	181,3
Medio Oriente ³	1,9	0,7	5,7	12,8	17,0	26,2	101,4
Russia	8,3	11,5	29,1	47,6	54,9	119,6	295,3
<i>Per memoria: esportatori netti di petrolio⁴</i>	17,6	27,7	67,0	100,0	114,8	219,0	706,5

¹ Paesi elencati più Colombia e Perù. ² Europa centrale e orientale: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. ³ Arabia Saudita, Kuwait, Libia e Qatar. Per l'Arabia Saudita, esclusi gli investimenti in titoli esteri. ⁴ Algeria, Angola, Kazakistan, Messico, Nigeria, Norvegia, Russia, Venezuela e Medio Oriente. Per la Nigeria, dati del 2006 fino a novembre.

Fonti: FMI; Datastream; statistiche nazionali.

Tabella V.2

economie con regimi di cambio amministrato. Il persistente accumulo di riserve e il recente annuncio dell'utilizzo di una parte delle disponibilità ufficiali cinesi per la costituzione di un fondo separato orientato all'investimento stanno a indicare che la quota di riserve gestita dai fondi di ricchezza sovrana crescerà ulteriormente.

La Cina ha continuato a evidenziare in termini assoluti il maggiore accumulo di riserve valutarie, nonostante il passaggio a un regime di cambio più flessibile nel 2005. Al secondo posto si è collocata la Russia, con un incremento doppio rispetto al 2005. Anche il Brasile e l'India hanno registrato aumenti significativi, soprattutto a seguito degli interventi sui mercati dei cambi.

Gli interventi valutari non sono stati sufficienti a controbilanciare le pressioni al rialzo sui cambi in varie economie asiatiche. Di conseguenza, alcune divise si sono comunque apprezzate in misura significativa (grafico V.3). Diversi paesi – tra cui Cina, Corea, Filippine, India e Malaysia – hanno affiancato agli interventi misure di liberalizzazione dei deflussi di capitali. Ad esempio, la Corea ha allentato le restrizioni agli investimenti all'estero e fornito incentivi a quelli in attività immobiliari e titoli esteri. Per quanto concerne la Cina, i deflussi di capitali sono stati inoltre incoraggiati innalzando i limiti agli acquisti di valuta da parte di imprese e soggetti privati, consentendo alle banche e alle compagnie assicurative di investire in attività estere a reddito fisso e offrendo ai gestori abilitati la possibilità di accumulare fondi in valuta ed effettuare investimenti all'estero. Per raggiungere il medesimo obiettivo la banca centrale thailandese ha invece accresciuto i controlli sui flussi di capitali in entrata, dopo una serie di altri provvedimenti intesi a contenere l'apprezzamento del baht (Capitolo III).

Oltre al rapido accumulo delle riserve, sono stati oggetto di attenzione anche il variare della composizione per valute e il suo impatto potenziale sui cambi. Vi sono tuttavia ben pochi riscontri di un influsso di questo fattore. Nel corso del 2006 sono state annunciate varie modifiche effettive o potenziali alla composizione per valute delle riserve, perlopiù nel senso di una riduzione del peso relativo del dollaro USA a vantaggio dell'euro e della sterlina. Nella misura in cui gli annunci hanno effettivamente influito sui cambi, l'impatto è stato di breve durata, probabilmente a causa dell'entità in genere ridotta delle variazioni intervenute nella composizione delle riserve. Ciò trova conforto nelle statistiche aggregate dell'FMI che, benché parziali, mostrano come tra il 2005 e il 2006 la quota di riserve ufficiali denominata in dollari USA e in euro sia rimasta più o meno costante (rispettivamente a due terzi e a un quarto del totale). L'unica variazione tendenziale di qualche rilievo ha riguardato l'aumento percentuale della sterlina a scapito dello yen. Occorre tuttavia rilevare che la composizione per valute delle riserve non è disponibile per tutti i paesi, e in particolare per la Cina, e che questo limita l'utilità delle suddette statistiche. Inoltre, i dati non includono i fondi di ricchezza sovrana, e le informazioni sul mix valutario delle loro attività sono scarse.

Gli squilibri internazionali

Gli squilibri internazionali di parte corrente si sono lievemente stabilizzati nel 2006, ma non sono emersi forti segnali di una loro sostanziale inversione nel

Anche le modifiche ai controlli dei capitali influiscono sui cambi

Le variazioni della composizione per valute delle riserve non hanno effetti sostanziali

Gli squilibri globali si stabilizzano

prossimo futuro (Capitolo II). In percentuale del PIL, il disavanzo corrente degli Stati Uniti è aumentato ancora nel 2006, ma nei primi mesi del 2007 ha registrato una lieve riduzione. Nell'insieme, l'avanzo corrente della regione asiatica è cresciuto leggermente rispetto al PIL, mentre quello dei paesi esportatori netti di petrolio si è stabilizzato al calare dei corsi petroliferi nella seconda metà del 2006. Il peggioramento più pronunciato dei saldi correnti si è avuto nell'Europa centrale e orientale.

Nessun impatto di rilievo sui cambi delle tre valute principali ...

Gli squilibri esterni non paiono aver esercitato un effetto immediato sui cambi delle tre valute principali. Se nel caso degli Stati Uniti è possibile sostenere che l'andamento flettente del dollaro rispecchia la preoccupazione di fondo degli operatori per l'ampio disavanzo corrente del paese, il deprezzamento sostanziale dello yen non è in linea con la posizione corrente del Giappone. Ciò fa ritenere che, come affermato in precedenza, nel periodo in esame i differenziali di interesse abbiano avuto maggior peso delle considerazioni a più lungo termine.

... ma qualche effetto sulle divise meno scambiate

Gli ampi disavanzi correnti sembrano invece aver reso le valute di alcune economie minori più vulnerabili all'aumento dell'avversione al rischio, soprattutto durante l'episodio di volatilità nel periodo maggio-giugno 2006. Allo stesso tempo, esiste una forte correlazione negativa tra i saldi correnti in percentuale del PIL e il livello dei tassi di interesse di un determinato paese (tabella V.1). In particolare, varie economie le cui monete sono utilizzate come valuta di investimento per i *carry trade* registrano anche ampi disavanzi correnti. Una regressione della volatilità del cambio su entrambi i fattori negli ultimi sei anni rivela che il ruolo dei tassi di interesse è stato superiore. Questo potrebbe indicare che nel periodo in esame la vulnerabilità a un'inversione dei flussi speculativi ha costituito un elemento più rilevante degli squilibri strutturali.

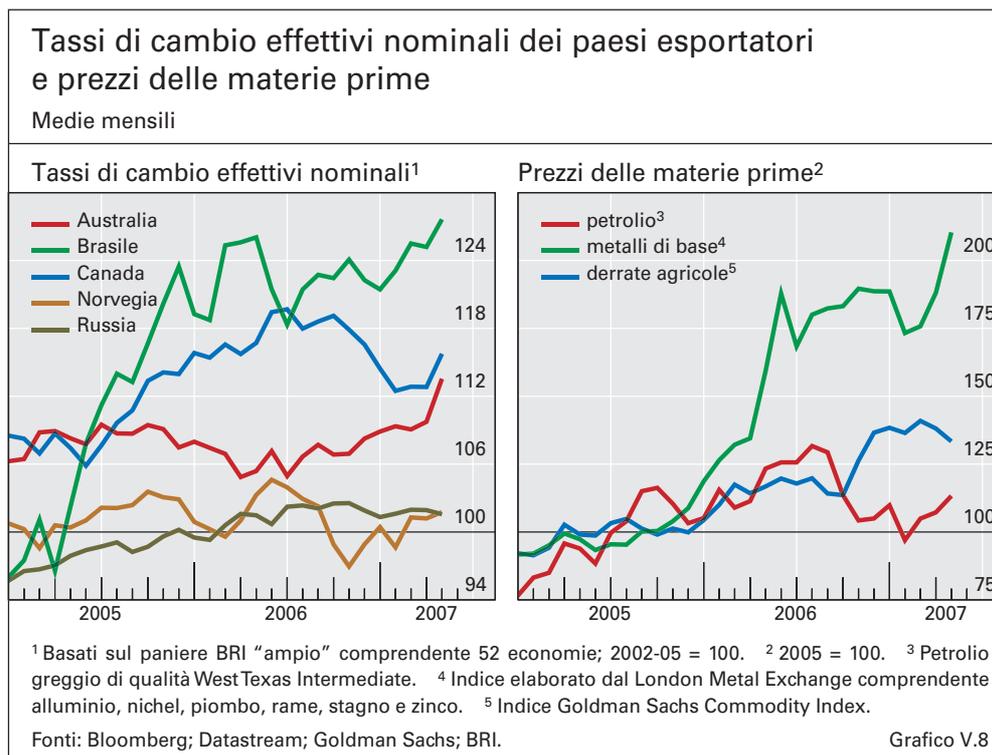
L'esperienza recente potrebbe non fornire utili indicazioni per gli andamenti futuri

Resta da vedere se l'esperienza recente sia significativa per capire quel che potrà accadere ai tassi di cambio qualora persistano gli squilibri esterni. La volatilità sui mercati finanziari è stata estremamente bassa secondo i parametri storici: anche durante gli episodi di rialzo, i picchi raggiunti sono stati modesti. Si può quindi ritenere che un suo incremento più significativo possa determinare variazioni maggiori nel valore esterno delle monete dei paesi con ampi disavanzi correnti.

I prezzi delle materie prime

I movimenti valutari nei paesi produttori di materie prime seguono andamenti diversi

Durante il periodo in esame i tassi di cambio dei paesi esportatori di materie prime hanno riflesso quasi sempre gli andamenti dei corsi dei prodotti di base esportati, i quali sono risultati meno sincroni che negli ultimi anni. Le monete dei paesi esportatori di energia come il Canada e la Norvegia hanno seguito da vicino gli andamenti delle quotazioni petrolifere, apprezzandosi nella prima metà del 2006 e deprezzandosi nella seconda (grafico V.8). Entrambe sono tornate a rafforzarsi nei primi quattro mesi del 2007, seguendo il nuovo rincaro del petrolio. In altri paesi esportatori di materie prime il cambio si è deprezzato dopo il calo delle quotazioni delle materie non petrolifere durante la fase di turbolenza del maggio 2006. Ciò nonostante, le economie diversificate dal punto di vista delle materie esportate (come ad esempio l'Australia e il Brasile)



si sono riprese alquanto rapidamente. Inoltre, le rispettive valute si sono mantenute attorno a livelli storicamente elevati: le tensioni dal lato dell'offerta e il vigore della domanda hanno infatti congiuntamente determinato una risalita dei prezzi delle principali materie prime, che in alcuni casi hanno raggiunto nuovi massimi. Il rublo russo ha beneficiato nella prima metà del 2006 del vigore dei corsi petroliferi, e nella seconda metà dell'anno del fatto che la Russia è un esportatore diversificato di materie prime.

L'accumulo di riserve e la loro gestione

L'entità e il grado di concentrazione delle riserve valutarie ufficiali dopo anni di costante espansione, soprattutto nel periodo successivo alla crisi asiatica, hanno rinnovato l'interesse per le scelte relative alla loro gestione e per l'impatto che tali scelte potrebbero avere sui mercati finanziari. Ad esempio, è in corso un acceso dibattito sul ruolo svolto dagli acquisti ufficiali di titoli di debito denominati in dollari nel contenere i rendimenti dei titoli di Stato USA (Capitolo VI). In prospettiva, è lecito interrogarsi anche sulle possibili implicazioni per il mercato derivanti da ulteriori modifiche significative nella composizione per strumento delle riserve, ad esempio nel quadro delle iniziative volte ad accrescerne i rendimenti.

Le modalità di gestione delle riserve valutarie ufficiali sono cambiate notevolmente negli ultimi dieci anni circa, di riflesso al mutamento sia del contesto economico, sia più in generale del quadro istituzionale. Tale mutamento ha influito sui modelli di un'ampia gamma di banche centrali (le istituzioni principalmente preposte alla gestione delle riserve), e non soltanto di quelle che amministrano i più ingenti portafogli di riserve ufficiali. Mentre

Le modalità di gestione delle riserve possono influire sui mercati finanziari ...

... e sono cambiate notevolmente negli ultimi anni

alcuni di questi cambiamenti hanno attirato l'attenzione, altri hanno suscitato un interesse minore.

Con queste premesse, la presente sezione documenta alcune delle principali modifiche riguardanti le modalità di gestione delle riserve ufficiali, ne considera le determinanti di maggiore rilievo e analizza talune sfide future, in particolare quelle che potrebbero influire in misura più significativa sui mercati finanziari. Ai fini della trattazione, i motivi dell'accumulo di riserve nette sono dati per acquisiti, in quanto inerenti a scelte più generali di politica economica.

Principali tendenze nella gestione delle riserve valutarie

Tre tendenze principali:

Nell'esaminare l'evolversi delle modalità di gestione delle riserve occorre prestare un'attenzione particolare ad almeno tre tendenze che – analogamente a quanto è avvenuto nel caso della politica monetaria e di vigilanza – riguardano gli obiettivi, gli strumenti e la responsabilità verso il pubblico delle banche centrali. Tali tendenze hanno prodotto effetti piuttosto generalizzati, ancorché evidentemente diversi per intensità e profilo temporale da un paese all'altro. Esse consistono in: una maggiore attenzione ai rendimenti; l'adozione di un approccio più strutturato, favorito dal rafforzamento della *governance* interna e della gestione del rischio; una migliore pubblicità delle informazioni.

maggiore attenzione ai rendimenti ...

La maggiore importanza attribuita ai risultati reddituali costituisce probabilmente la tendenza più visibile, manifestatasi in vari modi. Uno di questi è la creazione dei già citati fondi di ricchezza sovrana, con il mandato più esplicito di ottimizzare i rendimenti. Varie banche centrali hanno suddiviso le riserve esistenti in portafogli separati (ad esempio un portafoglio di liquidità e uno di investimento) oppure le hanno affidate a soggetti esterni per consentirne una gestione mirata. Più in generale, la gamma di strumenti di investimento è stata estesa ad attività – quali i cosiddetti “prodotti su spread” – che offrono un migliore rendimento rispetto a prodotti più tradizionali grazie alle loro caratteristiche di liquidità o all'inferiore qualità creditizia.

... migliore strutturazione del processo decisionale e della gestione del rischio ...

L'approccio più strutturato alla gestione delle riserve ha assunto tre forme altamente complementari che riguardano l'articolazione verticale e la separazione orizzontale dei processi gestionali, nonché le connesse funzioni preposte al controllo del rischio.

Una prima forma è quella dell'adozione di un assetto più articolato in senso verticale, per garantire un'appropriata composizione del portafoglio e la sua realizzazione efficace. A livello strategico gli sforzi si sono concentrati in particolare sulla determinazione del rapporto rischio-rendimento più adeguato per il portafoglio (“allocazione strategica degli investimenti”), all'interno della cornice più ampia delle scelte concernenti il rapporto rischio-rendimento ritenuto accettabile per l'istituzione alla luce delle altre funzioni da essa svolte (si veda oltre). In gran parte delle banche centrali la definizione di questa scelta strategica rientra ora fra le responsabilità formali della dirigenza. Essa viene poi articolata attraverso la scelta del portafoglio di riferimento e la definizione dei margini tollerati di scostamento dal *benchmark*. In molte banche centrali è stato introdotto uno stadio di allocazione tattica degli investimenti, in posizione intermedia tra l'allocazione strategica e l'attività effettiva di

posizionamento dei gestori del portafoglio, con il fine di accentrare le decisioni intese a trarre vantaggio dagli andamenti del mercato sul più breve periodo.

La seconda modalità di strutturazione della gestione delle riserve è stata l'introduzione di un maggior grado di separatezza orizzontale nell'organizzazione delle attività, con l'obiettivo di rafforzare l'integrità del processo gestionale, non da ultimo limitando i potenziali conflitti di interesse interni. Più nello specifico, le diverse attività – quali la gestione degli attivi, la misurazione dei risultati, la conformità con le direttive di investimento e le funzioni di regolamento – sono in generale divenute più segmentate in termini sia funzionali sia gerarchici.

La terza modalità si è concretizzata nel rafforzamento dei processi di gestione del rischio, ritenuto un passo necessario verso l'estensione dell'universo investibile e l'attuazione di un approccio di investimento più disciplinato. Per quanto concerne i rischi finanziari, un accresciuto ricorso agli strumenti di misurazione e controllo è stato di ausilio nel costruire il portafoglio di riferimento, misurare e valutare i risultati, contenere i rischi di esecuzione e garantire l'osservanza delle disposizioni. È inoltre emersa una tendenza verso un maggiore accentramento della gestione del rischio operativo, innalzando al tempo stesso il grado di preminenza di questa funzione all'interno della struttura e assegnandone la responsabilità a livelli dirigenziali più alti.

La maggiore pubblicità delle informazioni ha riguardato diversi aspetti delle attività di gestione delle riserve. Un numero crescente di banche centrali diffonde oggi più informazioni sul quadro istituzionale, sugli strumenti inclusi nell'universo investibile e sui risultati reddituali. Alcune comunicano parimenti la composizione valutaria delle loro disponibilità, sebbene, con la principale eccezione della banca centrale russa, non si tratti generalmente delle istituzioni che detengono una quota rilevante delle riserve mondiali.

... e una maggiore pubblicità delle informazioni

Principali fattori alla base delle tendenze

Le suddette tendenze nella gestione delle riserve valutarie sono state favorite da vari sviluppi fondamentali nel quadro economico e istituzionale. I più importanti fra questi sono: il forte accumulo di riserve da parte di alcuni paesi; i progressi delle tecnologie finanziarie e la crescita dei mercati dei capitali; i cambiamenti dell'assetto di *governance* esterna entro il quale operano le banche centrali.

Tre determinanti principali:

Il forte accumulo di riserve valutarie osservato in vari paesi negli ultimi anni ha naturalmente spostato l'accento verso strategie più orientate ai rendimenti, accrescendo nel contempo la complessità dei processi necessari a gestire una quota sempre più cospicua delle risorse nazionali. Benché sia piuttosto difficile misurare con una certa precisione l'"adeguatezza" delle riserve, in alcuni paesi lo stock esistente sembra ben superiore a quello ritenuto consono in base alle sole considerazioni di liquidità (tabella V.3). Ciò vale in particolare per le economie nelle quali la determinante principale dell'accumulo di riserve non è più costituita dallo sforzo deliberato di creare un volano di sicurezza, bensì rappresenta un effetto collaterale dell'azione volta a contrastare l'apprezzamento della moneta nazionale.

il forte accumulo di riserve valutarie ...

Riserve valutarie e indicatori della loro adeguatezza								
	Ammontari in essere ¹		Riserve/importazioni ²		Riserve/moneta ampia ³		Riserve/debito a breve ⁴	
	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006
Cina	166	1 066	9	16	10	24	8	13
Giappone	347	875	11	18	6	15	2	2
Taiwan, Cina	107	266	9	16	19	34	8	8
Russia	24	295	6	20	44	77	2	5
Corea	96	238	7	9	29	38	2	2
Altri paesi dell'Asia ⁵	325	647	6	7	27	30	2	2
America latina ⁶	136	271	5	7	23	25	1	2
Medio Oriente ⁷	75	178	9	8	25	30	2	2
Europa centrale e orientale ⁸	69	181	5	4	39	36	2	1
Paesi industriali ⁹	344	334	1	1	3	2	0	0

¹In miliardi di dollari USA. ²Mesi di importazioni. ³In percentuale. ⁴Rapporto percentuale. Debito estero a breve termine definito come attività internazionali consolidate di tutte le banche dichiaranti alla BRI nei confronti dei paesi esterni all'area dichiarante con scadenza fino a un anno, più totale dei titoli di debito internazionali in essere con scadenza fino a un anno; sulla base delle consistenze a fine anno. Per l'Arabia Saudita e la Libia, esclusi i titoli internazionali. ⁵Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. ⁶Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁷Arabia Saudita, Egitto, Emirati Arabi Uniti, Giordania, Kuwait, Libano, Libia, Oman e Qatar. ⁸Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. ⁹Area dell'euro, Canada, Regno Unito, Stati Uniti e Svizzera.

Fonti: FMI; Datastream; BRI. Tabella V.3

... i progressi delle tecnologie finanziarie e la crescita dei mercati dei capitali ...

Altri importanti fattori di carattere più generale sono stati i progressi delle tecnologie finanziarie e lo sviluppo dei mercati dei capitali. Così come nel settore privato, i progressi tecnologici hanno fornito anche alle banche centrali gli strumenti necessari per un approccio più strutturato alla misurazione e alla gestione del rischio e hanno forse altresì contribuito a ridurre il fabbisogno di liquidità pura. Lo sviluppo dei mercati finanziari ha ampliato il ventaglio degli strumenti che offrono un livello di liquidità accettabile e al tempo stesso rendimenti più interessanti, come le varie tipologie di titoli assistiti da ipoteche. Esso ha parimenti migliorato la capacità delle banche centrali di ottenere fondi a breve contro la costituzione di garanzie. Gli istituti di emissione hanno inoltre iniziato a fare crescente uso di prodotti derivati nell'attuazione delle loro scelte di investimento. In prospettiva, i mercati di tali prodotti potrebbero anche favorire ulteriori ampliamenti dell'universo investibile. A titolo di esempio, lo sviluppo dei mercati per i *credit default swap* potrebbe permettere alle banche centrali di gestire meglio i rischi legati all'ingresso nel segmento delle obbligazioni societarie.

... e le modifiche all'assetto della *governance* esterna

Infine, le modifiche all'assetto di *governance* esterna hanno avuto effetti variegati e di ampia portata, il che contribuisce a spiegare la dimensione internazionale delle tendenze osservate. In particolare, l'orientamento mondiale verso una maggiore indipendenza delle banche centrali ha accresciuto l'enfasi posta sulla responsabilità di queste istituzioni per il loro operato e sulla trasparenza. Questo è stato uno dei fattori alla base della maggiore pubblicità delle informazioni relative alla gestione delle riserve e del rafforzamento dei processi di *governance* interna. In alcuni paesi ha inoltre intensificato le sollecitazioni a incrementare la redditività delle riserve. Nel contempo, è

cresciuta l'attenzione portata agli aspetti di reputazione e credibilità ai fini dell'efficacia delle politiche. Le banche centrali sono pertanto diventate ancora più sensibili alla necessità di disporre di processi di investimento adeguati, in termini sia di efficacia sia di sicurezza delle operazioni, e di gestire i potenziali conflitti di interesse. Il ruolo di istanza regolamentare e normativa per il settore privato svolto da molte di queste istituzioni, e la conseguente esigenza di avere un comportamento esemplare, non hanno fatto che accrescere ulteriormente i suddetti incentivi.

Sfide per il futuro

Le principali tendenze in materia di gestione delle riserve appena descritte hanno posto le banche centrali di fronte a sfide significative. Se alcune di queste hanno implicazioni generalmente circoscritte ad aspetti organizzativi interni e alla gestione dell'istituzione, altre possono influire in modo più immediato sui mercati finanziari e sui cambi. Per illustrare questo secondo punto, vale la pena approfondire tre questioni: la scelta del "numerario" per il portafoglio; la definizione di un adeguato *trade-off* tra rischio e rendimento delle riserve; il grado opportuno di comunicazione al pubblico. Per nessuno di questi ambiti esistono soluzioni valide in assoluto o risposte comunque "corrette". Occorre piuttosto individuare un delicato equilibrio tra considerazioni contrastanti. Ciò nondimeno, il modo in cui tali questioni sono risolte può avere implicazioni potenzialmente significative.

A livello strategico, la scelta della moneta o del paniere di monete da utilizzare come numerario, su cui si basano le decisioni allocative di portafoglio e che può anche differire dall'unità di conto ufficiale, influisce in misura particolare sulla composizione per valute delle riserve. Se – come spesso avviene nelle decisioni concernenti l'allocazione strategica delle attività – si ipotizzano rendimenti attesi omogenei per le diverse monete nel lungo periodo, la scelta del numerario incide sulla composizione per valute del portafoglio di riferimento soprattutto attraverso il suo impatto sulla variabilità misurata dei rendimenti. In particolare, la struttura valutaria risulterà fortemente sbilanciata verso divise con una maggiore covarianza rispetto a quella assunta come numerario. Nel periodo recente, l'adozione di un approccio maggiormente strutturato e formale alla gestione delle riserve e la disponibilità di strumenti finanziari più sofisticati hanno sottolineato l'importanza di questa scelta.

In linea di principio la determinazione del numerario presuppone un'attenta analisi degli utilizzi previsti delle riserve e, più in generale, del contesto istituzionale che aiuta a definire il grado di tolleranza al rischio. In passato, quando le riserve erano detenute soprattutto a fini di intervento, la scelta più logica per il numerario (in gran parte implicito) era quella della valuta più liquida utilizzata negli interventi, segnatamente il dollaro USA. Analogamente, essendo le transazioni in conto capitale meno importanti di oggi, una naturale alternativa era data dalla moneta in cui erano denominate le importazioni. In seguito, allorché si è passati a considerare le riserve soprattutto come una forma di copertura per le passività esterne, la composizione per valute di queste ultime potrebbe avere assunto maggiore rilevanza.

Il modo in cui vengono affrontate le sfide può influire sui mercati finanziari

Come scegliere la valuta da usare quale numerario?

In questa scelta conta l'utilizzo previsto delle riserve

La moneta nazionale esercita un'attrattiva crescente

Più di recente, due tendenze paiono indicare che la moneta nazionale sta esercitando un'attrattiva sempre maggiore quale numerario. In primo luogo, soprattutto nei paesi in cui le riserve sono superiori al fabbisogno di liquidità e la motivazione di investimento risulta predominante, la moneta nazionale potrebbe essere considerata un miglior metro di giudizio dell'effettiva massimizzazione della ricchezza in portafoglio. In secondo luogo, le banche centrali potrebbero essere diventate più sensibili alle perdite nella misura in cui ritengono che possano influire negativamente sulla loro reputazione e indipendenza operativa (si veda oltre), non da ultimo erodendo la loro base patrimoniale. In tal caso, ciò tenderebbe ad accrescere il peso del regime di cambio nell'allocazione del portafoglio su differenti valute, orientandola verso la moneta – o il paniere di monete – rispetto a cui la divisa nazionale è maggiormente stabile.

Come definire un adeguato *trade-off* tra rischio e rendimento?

La definizione di un adeguato *trade-off* tra rischio e rendimento per il detentore delle riserve è particolarmente impegnativa. Il compito diventa ancora più arduo quando la funzione di gestione delle riserve non è considerata isolatamente, bensì come parte dell'insieme di funzioni svolte dalle banche centrali. Il modo in cui viene risolto questo problema influisce sull'ampiezza dell'universo investibile e sul grado e sulla natura della gestione attiva.

La risposta dipende dal costo-opportunità ...

Se la maggiore importanza assunta dall'ottica dell'investimento nella gestione delle riserve ha naturalmente favorito un approccio più orientato ai risultati, non esistono criteri ovvi per stabilire il giusto equilibrio tra rischio e rendimento. Ciò è dovuto in parte alle difficoltà di stima dell'effettivo costo-opportunità dei fondi. Ad esempio, in un certo senso tutte le riserve sono "mutuate" – in moneta nazionale oppure in valuta – e quindi è facile misurare il costo di finanziamento diretto. Una valutazione del vero costo-opportunità per l'economia non può tuttavia esulare da considerazioni di equilibrio generale, che tengano conto della configurazione controfattuale dei tassi di cambio e di interesse in assenza di un accumulo di riserve. Evidentemente, questo dipende a sua volta dai possibili utilizzi alternativi delle riserve (ad esempio investimenti in infrastrutture o riduzioni delle imposte).

... dalle possibili conseguenze in termini di reputazione ...

Un ulteriore elemento di complicazione è rappresentato dal fatto che la gestione delle riserve interagisce con altre funzioni. In particolare, l'acuita sensibilità al rischio di reputazione rende le banche centrali di norma molto attente ai rischi di credito e operativi connessi all'attività di investimento, presumibilmente in misura ben superiore a quella giustificata dal loro impatto diretto sui rendimenti del portafoglio. Inoltre, al crescere delle riserve in rapporto al totale di bilancio della banca centrale, i timori di possibili perdite possono paradossalmente aumentare. Ciò ridurrebbe la tolleranza al rischio, data l'eventualità di un impatto fortemente negativo sul patrimonio dell'istituzione. Il desiderio di evitare tali esiti può incidere anche sulla "localizzazione" della gestione delle riserve all'interno del settore pubblico. Tali considerazioni costituiscono ad esempio uno dei motivi per i quali, in alcune economie che si riteneva detenessero riserve superiori al fabbisogno di liquidità, sono stati istituiti fondi di investimento speciali i cui attivi non figurano nel bilancio della banca centrale. Nel contempo, l'esperienza della Norvegia sta a indicare che alcuni dei vincoli sulle preferenze di rischio dipendono in larga misura

dal contesto istituzionale specifico in cui opera la banca centrale. Nel caso norvegese, quest'ultima gestisce di fatto le proprie riserve e il fondo pensione governativo in modo sostanzialmente analogo.

Più in generale, ci si può chiedere fino a che punto sia di per sé opportuno promuovere un maggiore orientamento ai risultati. In un mercato sempre più globale, tale orientamento subisce le limitazioni derivanti dalle responsabilità comuni delle autorità nei confronti di beni pubblici, quali un mercato ben funzionante e un contesto finanziario stabile. Per esempio, se a livello individuale è più che normale che gli operatori privati cerchino di massimizzare il rendimento, oppure, in periodi di turbolenza, riducano l'esposizione verso il mercato, a livello aggregato un tale comportamento, se spinto all'eccesso, può accrescere l'instabilità finanziaria.

... e da altri obiettivi sul piano delle politiche

Nonostante la tendenza verso una maggiore trasparenza, la questione del grado appropriato di informativa al pubblico relativamente alle riserve ufficiali resta assai controversa. In passato, gran parte delle discussioni sulla trasparenza riguardava il livello complessivo delle riserve e gli interventi che lo modificavano, non la struttura valutaria. Con l'aumentare delle riserve, l'attenzione si è tuttavia spostata verso quest'ultimo aspetto e verso le possibili conseguenze che una sua variazione potrebbe comportare per i mercati finanziari, informazioni che le banche centrali sono tradizionalmente meno inclini a fornire.

Qual è il livello ottimale di trasparenza?

Prescindendo dall'assetto della *governance* esterna, anche a rischio di un'eccessiva semplificazione, si ritiene che il livello ottimale di trasparenza comporti il raggiungimento di un equilibrio tra i guadagni di efficienza ottenibili da un aumento dell'informazione ai mercati finanziari e la perdita di margine di manovra tattico per il gestore delle riserve. Le divergenze di opinione derivano pertanto dalle differenti percezioni riguardo al funzionamento dei mercati e dalla misura in cui la comunicazione limita di fatto le autorità nel perseguimento dei loro obiettivi.

Esistono *trade-off* ...

Tra gli elementi che potrebbero rendere i gestori meno inclini alla comunicazione figurano l'entità delle riserve e la natura del regime di cambio. Se ad esempio le riserve valutarie sono molto ampie (tabella V.3), l'ipotesi che la banca centrale sia un operatore influente sui mercati valutari e nei prodotti in cui investe diventa meno sostenibile. Considerazioni tattiche potrebbero svolgere un ruolo ancora maggiore se le informazioni sul variare della composizione valutaria delle riserve fossero ritenute foriere di modifiche nel contesto di un regime di cambio amministrato. Tali informazioni potrebbero anche fornire ragguagli sulle attività di intervento poiché consentirebbero di individuare in maniera *ex post* le variazioni del livello di riserve dovute a effetti di valutazione. Più in generale, le modifiche alla struttura valutaria delle riserve costituiscono tecnicamente degli interventi sterilizzati da parte delle autorità le cui valute sono scambiate, e le opinioni quanto all'impatto di tali operazioni sui tassi di cambio divergono considerevolmente.

... sui quali influiscono fattori come l'entità delle riserve

VI. I mercati finanziari

Aspetti salienti

I prezzi delle attività finanziarie rischiose hanno continuato ad aumentare per la maggior parte del 2006 e agli inizi del 2007. Le due forti ondate di vendite registrate in questo periodo si sono rivelate correzioni transitorie di tale dinamica, senza tradursi in un protratto calo. Pertanto, numerosi mercati azionari hanno raggiunto massimi storici, mentre vari differenziali creditizi sono scesi a nuovi minimi. Ciò si è verificato malgrado indicazioni secondo cui la crescita mondiale poteva aver raggiunto un punto di svolta e mentre l'indebolimento delle prospettive economiche negli Stati Uniti e gli effetti dei precedenti rialzi dei tassi di interesse cominciavano a gravare sul clima di mercato.

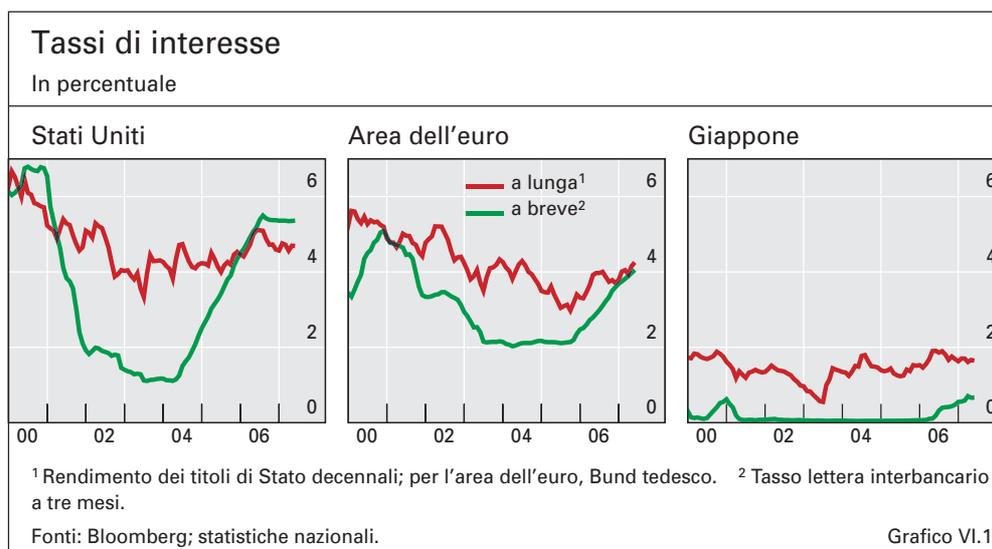
In tale contesto, i rendimenti obbligazionari nelle economie industriali avanzate si sono stabilizzati verso la metà del 2006, per poi cominciare a flettere. Gli Stati Uniti, in particolare, hanno registrato un calo dei rendimenti a lungo termine nella seconda metà dell'anno, di riflesso alle preoccupazioni degli investitori circa le prospettive di crescita USA e alle attese di un allentamento della politica monetaria. Il quadro economico giapponese è rimasto più favorevole, fornendo un certo sostegno ai rendimenti, mentre quello dell'area dell'euro è migliorato progressivamente, finendo per sospingere verso l'alto i tassi a lunga in euro.

Sebbene la flessione dei rendimenti obbligazionari possa avere talvolta sorretto i prezzi delle azioni nel periodo in esame, un fattore più importante alla base dell'andamento di questi ultimi è stato il protratto forte aumento degli utili. Inoltre, i mercati azionari sono stati favoriti dai cambiamenti nella struttura finanziaria delle imprese, poiché sono ulteriormente aumentati i riacquisti di azioni proprie e si sono notevolmente intensificate le operazioni di fusione e acquisizione. L'ascesa delle quotazioni è stata altresì sospinta dall'alta e crescente propensione al rischio degli investitori.

Il miglioramento del quadro economico e la maggiore propensione al rischio degli investitori hanno avuto congiuntamente un impatto favorevole anche sugli spread sul debito societario nei mercati sviluppati. Gli elevati utili e la bassa leva finanziaria delle imprese hanno fatto scendere a livelli molto modesti la probabilità di inadempienza stimata dal mercato. Analogamente, i guadagni osservati nei mercati emergenti hanno coinciso con un miglioramento del merito di credito e condizioni macroeconomiche generalmente solide. Nondimeno, come in altri mercati, la crescente propensione al rischio ha probabilmente concorso ad alimentare la tendenza discendente degli spread societari sia nelle economie sviluppate sia in quelle emergenti.

Le divergenti prospettive di crescita fanno oscillare i rendimenti

L'aumento graduale dei rendimenti a lungo termine in atto da qualche tempo nei mercati sviluppati dei titoli di Stato ha subito una battuta d'arresto nel



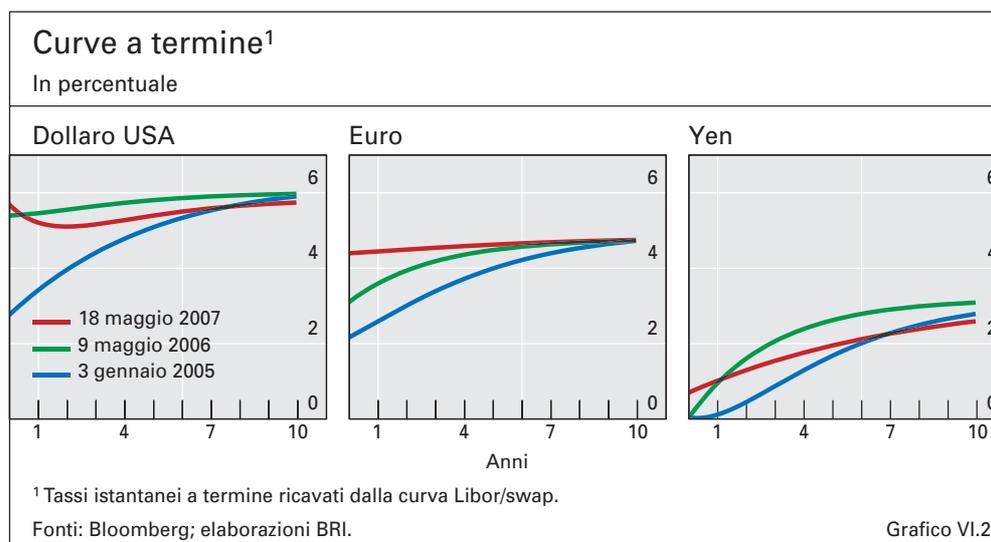
maggio 2006, allorché i mercati finanziari mondiali sono stati investiti da un'ondata di vendite. Mentre i prezzi delle attività rischiose hanno cominciato a riprendersi poco dopo, i rendimenti obbligazionari non hanno recuperato il precedente slancio. Al contrario, i tassi a lunga nei paesi del G3 hanno iniziato a diminuire verso la metà del 2006, quando gli investitori hanno rivisto al ribasso le prospettive per la crescita economica, specie negli Stati Uniti (grafico VI.1). A tale calo hanno contribuito le attese del mercato di riduzioni dei tassi ufficiali da parte della Federal Reserve, che sono apparse evidenti per gran parte del periodo. Lo scenario in certa misura più ottimistico relativo alla crescita in Giappone non ha generato pressoché alcuna pressione al rialzo sui rendimenti, ma ne ha probabilmente limitato il calo. Nell'area dell'euro la dinamica positiva dell'economia si è progressivamente intensificata, traducendosi infine in un incremento dei rendimenti obbligazionari. Tra l'inizio di maggio 2006 (prima dell'ondata di vendite) e il 18 maggio 2007 i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni hanno perso circa 35 punti base, scendendo al 4,80%; per contro, i rendimenti corrispondenti nell'area dell'euro sono aumentati di approssimativamente 30 punti base, al 4,30% circa, e quelli giapponesi si sono ridotti di quasi 25 punti base, all'1,65%.

I rendimenti obbligazionari a lungo termine calano dopo la metà del 2006

Appiattimento delle curve dei rendimenti in Giappone e nell'area dell'euro

Il 17° incremento consecutivo dei tassi operato il 29 giugno 2006 dalla Federal Reserve è stato seguito da un lungo periodo di attesa, durante il quale il variare delle aspettative degli investitori sulle future mosse di politica monetaria ha contribuito al calo dei rendimenti sulle scadenze sia lunghe sia brevi. Mentre inizialmente gli investitori si attendevano un ulteriore inasprimento, sebbene a un ritmo più moderato, in un secondo tempo si è gradualmente fatta strada l'opinione che la Federal Reserve si sarebbe astenuta da ulteriori rialzi per un periodo protratto e infine che avrebbe potuto addirittura ridurre i tassi ufficiali. Al momento del rialzo del giugno 2006, la differenza tra i rendimenti statunitensi a dieci e due anni era sostanzialmente nulla. Il 18 maggio 2007 l'inclinazione della curva dei rendimenti per il segmento da due a dieci anni

Si rafforzano le aspettative di riduzioni dei tassi di riferimento USA ...



era pressoché invariata rispetto ai livelli del giugno 2006, mentre sulle brevi scadenze la curva dei tassi a termine impliciti mostrava una significativa inversione (grafico VI.2). Tale andamento era in linea con le attese di un orientamento più accomodante della politica monetaria USA nel breve-medio termine.

... mentre aumentano i tassi in Giappone e nell'area dell'euro

Mentre i tassi sono stati mantenuti invariati negli Stati Uniti, l'ulteriore inasprimento della politica monetaria in Giappone e nell'area dell'euro ha generato un appiattimento delle curve dei rendimenti in tali economie (grafico VI.2). In Giappone si è conclusa la politica del tasso zero e, nel luglio 2006, si è registrato il primo rialzo dei tassi in sei anni, seguito da un ulteriore incremento nel febbraio 2007. La BCE ha aumentato i tassi di riferimento di 25 punti base per cinque volte tra giugno 2006 e maggio 2007 (Capitolo IV). Nel frattempo, i rendimenti obbligazionari a lungo termine hanno registrato una lieve diminuzione in Giappone e una crescita solo moderata nell'area dell'euro, che si sono tradotte in una minore inclinazione della struttura per scadenze. Tra l'inizio di maggio 2006 e il 18 maggio 2007 la differenza tra i rendimenti a dieci e due anni è calata di circa 55 punti base nell'area dell'euro e di quasi 45 in Giappone.

Prospettive di crescita contrastanti e moderazione delle attese inflazionistiche

L'attesa flessione determina una diminuzione dei tassi di interesse USA ...

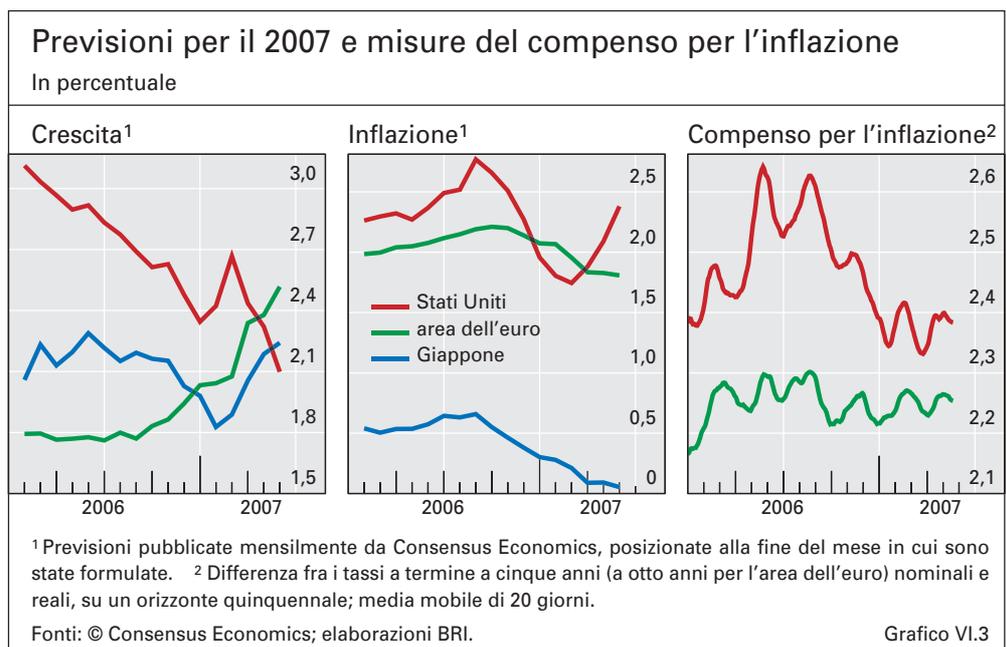
Come sempre, le decisioni in merito ai tassi ufficiali hanno rispecchiato l'evolversi delle valutazioni relative alle condizioni macroeconomiche e alle prospettive future, che hanno anche influenzato in larga misura i rendimenti obbligazionari a lungo termine. Presumibilmente, il fattore più importante alla base delle aspettative dei mercati e del prezzo dei titoli pubblici durante lo scorso anno sono state la rapidità e la portata attese del rallentamento economico negli Stati Uniti. Le opinioni degli investitori sulla probabile traiettoria della futura crescita USA sono divenute progressivamente meno ottimistiche durante il 2006, man mano che hanno iniziato a pesare le preoccupazioni per le conseguenze del rapido raffreddamento del mercato immobiliare, del protratto rincaro del petrolio e dei precedenti rialzi dei

tassi di interesse. Di riflesso, le previsioni formulate in base alle indagini sull'espansione dell'economia statunitense per il 2007 sono state ripetutamente riviste al ribasso durante il 2006, con una breve interruzione nei primi mesi del 2007 (grafico VI.3, diagramma di sinistra).

Se il mutare delle prospettive per l'attività economica USA ha esercitato un impatto anche sui rendimenti obbligazionari al di fuori degli Stati Uniti, le aspettative di crescita nell'area dell'euro e in Giappone hanno sicuramente svolto un ruolo importante nella dinamica dei rendimenti in tali economie. Nell'area dell'euro, che ha registrato un'accelerazione della crescita e aspettative via via più ottimistiche riguardo alla futura attività economica, i rendimenti hanno subito dapprima cali inferiori rispetto a quelli statunitensi, per poi aumentare gradualmente. In Giappone i rendimenti sono diminuiti in misura minore rispetto a quelli USA, mentre tra gli investitori si diffondeva l'opinione che l'economia stesse tornando alla normalità e che vi fossero i presupposti per una crescita robusta.

... mentre l'accelerazione della crescita innalza i rendimenti nell'area dell'euro

Oltre alle prospettive economiche, sull'evoluzione dei rendimenti dei titoli obbligazionari durante il 2006 ha influito anche l'opinione degli investitori circa il futuro andamento dell'inflazione. Nella prima metà dell'anno si era osservato un graduale aumento delle pressioni inflazionistiche, in particolare negli Stati Uniti, che è parso attenuarsi nel secondo semestre in seguito all'inasprimento della politica monetaria e al calo delle quotazioni del greggio protrattosi fino alla fine del 2006. In linea con tali dinamiche, le previsioni delle indagini riguardo all'inflazione per il 2007 hanno cominciato a ridursi dopo essere cresciute gradualmente nei primi mesi del 2006 (grafico VI.3, diagramma centrale). Tuttavia, i segnali emersi nella prima metà di quest'anno secondo cui l'inflazione stava diminuendo a un ritmo più lento del previsto hanno determinato una parziale inversione di tali previsioni. Le aspettative a lungo termine per l'inflazione USA, approssimate dalla differenza tra i rendimenti a

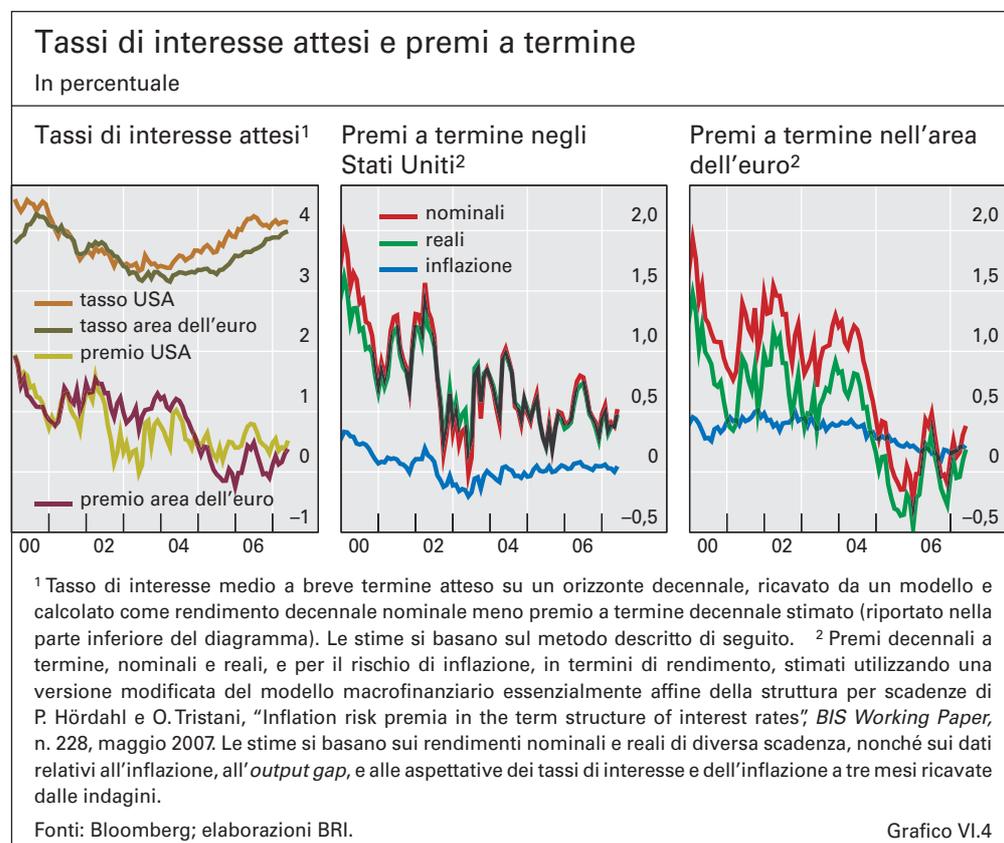


termine nominali e reali, hanno rispecchiato in larga misura questi andamenti (grafico VI.3, diagramma di destra). Nel contempo, le corrispondenti misure dell'inflazione nell'area dell'euro sono rimaste più stabili, a indicare che nel giudizio dei mercati le spinte sui prezzi derivanti dal miglioramento dell'attività economica sarebbero state controbilanciate da un orientamento di politica monetaria progressivamente più restrittivo.

Il calo dei premi a termine contribuisce alla flessione dei rendimenti obbligazionari

Sebbene lo scorso anno l'andamento dei rendimenti obbligazionari sia stato parzialmente determinato dalle aspettative riguardanti l'evoluzione dell'economia, anche altri fattori hanno avuto un impatto. In particolare, l'assenza di variazioni al rialzo significative dei rendimenti nell'area dell'euro per la maggior parte del 2006 è parsa in certa misura in contrasto con la rimarchevole performance economica dell'area. Il calo dei premi a termine è sembrato invece svolgere un ruolo rilevante e ha anche intensificato le spinte al ribasso sui rendimenti dei titoli del Tesoro USA.

I premi a termine incorporati nella struttura per scadenza dei tassi di interesse costituiscono per gli investitori un compenso per i rischi associati all'incertezza sul futuro andamento dei tassi. Le stime di tali premi relative agli Stati Uniti e all'area dell'euro indicano che sono rimasti su livelli storicamente bassi (grafico VI.4, diagramma di sinistra). Inoltre, sebbene i premi a termine paiano essere aumentati in certa misura tra la fine del 2005 e la metà del 2006,



in seguito essi hanno ricominciato a calare. Le stime mostrano che dalla metà del 2006 a maggio 2007 il premio a termine nominale a dieci anni ha perso approssimativamente 25 punti base negli Stati Uniti; ciò equivale a circa tre quarti della diminuzione complessiva subita dal rendimento decennale durante questo periodo. I rimanenti 10 punti base sarebbero attribuibili alle aspettative di una futura contrazione dei tassi di interesse medi. Nell'area dell'euro il premio a termine a dieci anni è sceso di circa 40 punti base nella seconda metà del 2006, per poi recuperare la maggior parte di tale calo nei primi cinque mesi del 2007.

Scorpendo la componente stimata del premio a termine dai rendimenti a dieci anni, emerge un quadro che sembra rispecchiare meglio gli andamenti contrastanti registrati in queste due economie lo scorso anno. Il profilo implicito dei tassi di interesse nominali medi attesi nei prossimi dieci anni ha continuato ad accrescersi ininterrottamente per l'area dell'euro, mentre si è stabilizzato e ridotto verso la metà del 2006 per gli Stati Uniti (grafico VI.4, diagramma di sinistra).

Alcune informazioni sulle determinanti dei premi a termine stimati possono essere desunte dai moderni modelli della struttura per scadenze. I premi a termine incorporati nei rendimenti obbligazionari nominali possono, in prima approssimazione, essere scomposti in due elementi: un premio per il rischio di inflazione e un premio per il rischio di tasso di interesse reale. La prima componente rappresenta il compenso richiesto dagli investitori per l'incertezza sull'inflazione; la seconda il compenso richiesto per assumersi il rischio connesso alle variazioni dei tassi di interesse. Modellizzando congiuntamente le dinamiche dei rendimenti nominali e indicizzati nonché le principali variabili macroeconomiche si può ottenere un'indicazione sull'evolversi di questi premi nel corso del tempo. Indubbiamente, tali stime comportano un considerevole margine di incertezza. Inoltre, i risultati possono essere influenzati dalle condizioni di liquidità nei vari mercati e da fattori istituzionali. Ad esempio, fattori di domanda istituzionali ed elevati acquisti di titoli pubblici da parte di banche centrali estere e altre istituzioni statali possono aver esercitato per un certo periodo una pressione al ribasso sui rendimenti obbligazionari (Capitolo VI della 76ª *Relazione annuale*).

Ciò nonostante, l'evidenza empirica sembra indicare che i frequenti cambiamenti dei premi a termine nominali sono riconducibili, nell'area dell'euro in gran parte e negli Stati Uniti pressoché interamente, alle fluttuazioni della componente reale di tali premi (grafico VI.4, diagrammi centrale e di destra). Al tempo stesso, le stime relative al premio per il rischio di inflazione nell'area dell'euro hanno mostrato perlopiù una graduale flessione nel corso del 2006, mentre negli Stati Uniti sono rimaste sostanzialmente invariate.

Prosegue la diminuzione delle volatilità implicite dei tassi di interesse

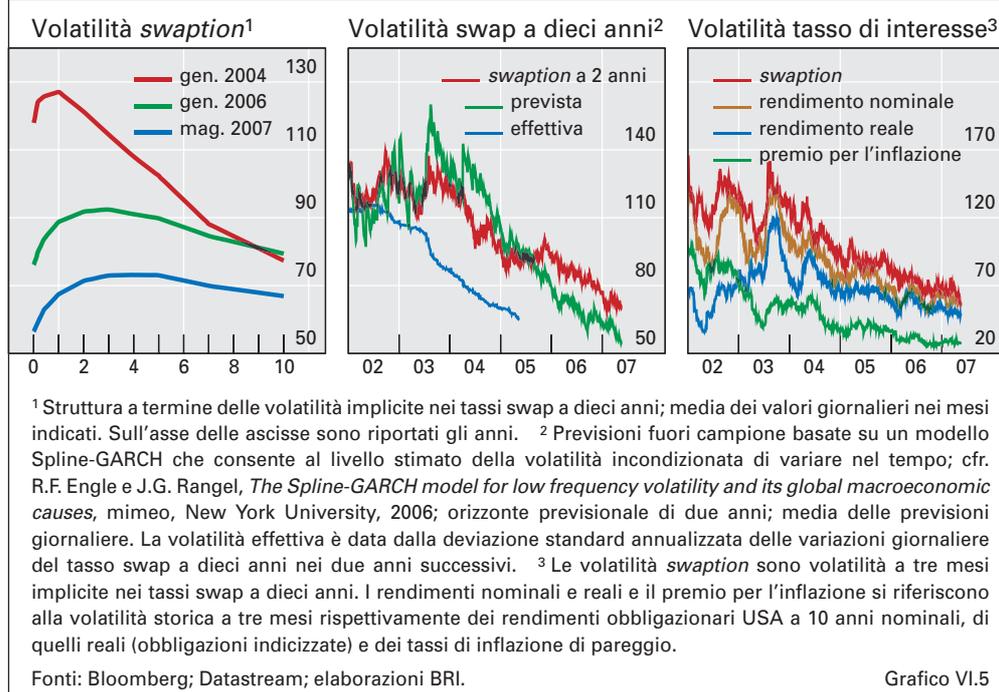
Il calo dei premi a termine stimati potrebbe essere dovuto, in certa misura, alla sensazione degli investitori che fosse diminuita l'incertezza circa le future manovre sui tassi di interesse. Di fatto, come indicato dalle volatilità implicite nelle *swaption* (opzioni su swap di tasso di interesse), vi sono indizi di un possibile calo del grado percepito di tale incertezza. Ad esempio, la struttura

La scomposizione dei premi a termine ...

... mostra che il calo è perlopiù dovuto alla flessione dei premi reali

Volatilità dei tassi di interesse USA a lungo termine

In punti base, annualizzate



Le volatilità implicite nelle *swaption* calano ulteriormente

per scadenze delle volatilità implicite nelle *swaption* per i tassi swap statunitensi a dieci anni ha continuato a spostarsi verso il basso durante il 2006 e i primi mesi del 2007 (grafico VI.5, diagramma di sinistra); andamenti analoghi si sono osservati anche per altri tassi swap. Le ondate di vendite che hanno interessato i mercati finanziari mondiali nei periodi maggio-giugno 2006 e fine febbraio-marzo 2007 hanno avuto in generale scarsi effetti sulle volatilità delle *swaption*, sebbene la volatilità a breve termine dei tassi a breve abbia evidenziato un temporaneo incremento in occasione del secondo episodio.

Le variazioni del compenso richiesto per il rischio di volatilità, ossia del premio relativo a tale rischio, possono parimenti avere influito sulle volatilità delle *swaption*, ma taluni indizi fanno ritenere che il loro ruolo sia stato meno significativo. Il premio per il rischio di volatilità può essere approssimato dalla differenza tra la volatilità implicita e la corrispondente volatilità attesa dagli investitori. Una possibile misura di quest'ultima è basata sulle previsioni ottenute dai modelli di serie storiche. Tali stime suggeriscono che, sebbene piuttosto brusca, la diminuzione delle volatilità delle *swaption* è nondimeno principalmente ascrivibile alle attese degli investitori di un protrarsi della diminuzione della volatilità futura. Più specificamente, il calo della volatilità implicita registrato negli ultimi anni è stato in gran parte rispecchiato da previsioni fuori campione (*out-of-sample*) di una minore volatilità generate da un modello che tiene conto delle variazioni del livello percepito di lungo termine della volatilità. Inoltre, la flessione osservata nelle volatilità implicite nelle *swaption* ha coinciso con una tendenza calante della volatilità effettiva dei tassi di interesse a lunga (grafico VI.5, diagramma centrale).

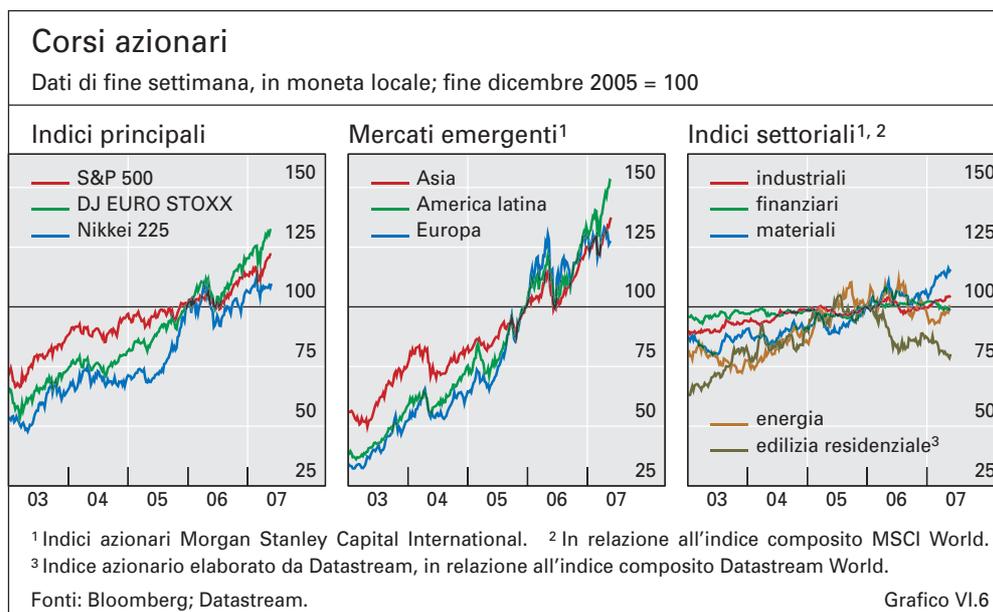
Poiché il differenziale su swap sui titoli del Tesoro USA è rimasto abbastanza stabile recentemente, alla costante diminuzione della volatilità dei tassi swap dalla metà del 2003 ha fatto in larga misura riscontro quella della volatilità dei rendimenti obbligazionari statunitensi a dieci anni (grafico VI.5, diagramma di destra). Inoltre, esistono indizi che tale calo potrebbe avere rispecchiato un rafforzamento della stabilità percepita dei fondamentali macroeconomici. In particolare, il compenso per l'inflazione dei rendimenti nominali è divenuto meno volatile; tale andamento, insieme alla stabilità dei premi per il rischio di inflazione, è coerente con la minore volatilità delle aspettative di inflazione a lungo termine. Ciò può essere attribuito all'accresciuta credibilità delle banche centrali o alla diffusa convinzione tra gli investitori che i futuri shock inflazionistici saranno probabilmente meno forti che in passato. Anche una riduzione generale della variabilità del premio a termine stimato, perlopiù ascrivibile a un premio meno volatile per il rischio di tasso di interesse reale, potrebbe avere contribuito ad abbassare la volatilità dei tassi di interesse.

La minore volatilità potrebbe essere connessa alle percezioni di stabilità macro-economica

Mercati azionari solidi nonostante gli episodi di volatilità

Il rialzo dei mercati azionari mondiali cominciato agli inizi del 2003 si è protratto per la maggior parte del periodo in rassegna, nonostante due brusche fasi di vendite tra maggio e giugno 2006 e tra la fine di febbraio e marzo 2007. Per il terzo anno consecutivo le borse delle economie europee avanzate hanno surclassato quelle di altri mercati sviluppati, facendo segnare un aumento delle quotazioni del 19% tra la fine di marzo 2006 e la metà di maggio 2007, contro una crescita del 17 e del 2% rispettivamente negli Stati Uniti e in Giappone (grafico VI.6, diagramma di sinistra). Ancor più forte è stata la dinamica complessiva dei corsi azionari nei mercati emergenti, con aumenti pari al 37, 28 e 10% in America latina, Asia ed Europa rispettivamente (grafico VI.6, diagramma centrale). Anche gli episodi di accentuata volatilità osservati

Le quotazioni azionarie si rafforzano ...



durante le fasi di vendite sono stati di breve durata. Pertanto, le volatilità delle quotazioni azionarie risultavano prossime ai minimi storici verso la fine del 2006 e ancora molto al disotto delle medie di lungo periodo nel maggio 2007 (grafico VI.7, diagrammi di sinistra e centrale).

Gli utili elevati sostengono i mercati

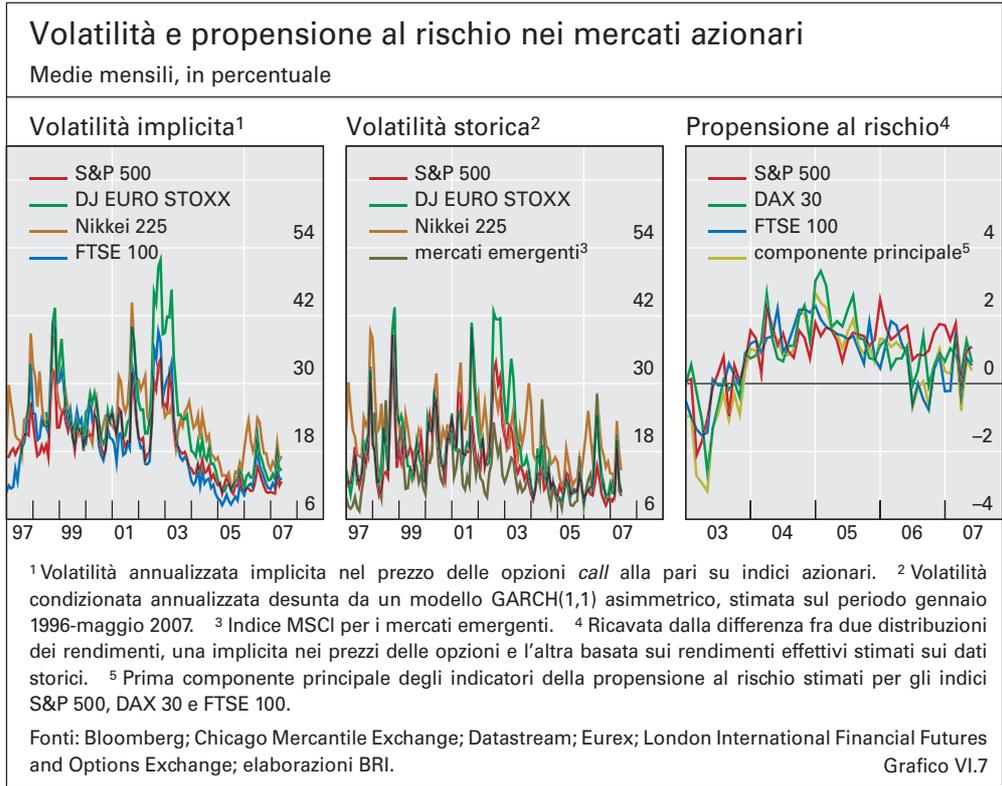
Un impulso fondamentale alle quotazioni azionarie mondiali è provenuto dagli elevati utili delle imprese quotate nei mercati dei paesi sviluppati. Anche se la crescita del PIL negli Stati Uniti si è raffreddata nel terzo trimestre 2006, ciò ha avuto inizialmente un impatto trascurabile sugli utili societari, che hanno mostrato segnali di un rallentamento solo verso la fine dell'anno. Di fatto, il ristagno dei prezzi delle abitazioni ha pesato sulla redditività e sui risultati di determinati settori, come quello dell'edilizia residenziale nel 2006 (grafico VI.6, diagramma di destra). La crescita degli utili è stata generalmente vigorosa anche in Europa; in particolare, la robusta attività economica nel Regno Unito, in Germania e in Francia ha neutralizzato sui mercati azionari l'effetto dei continui inasprimenti della politica monetaria operati dalla Bank of England e dalla BCE. In Giappone la dinamica dei profitti ha perso slancio dopo l'accelerazione degli inizi del 2006.

Gli aumenti dei corsi azionari nei mercati emergenti hanno avuto come sfondo condizioni macroeconomiche generalmente favorevoli (Capitolo III) e una forte propensione al rischio da parte degli investitori a livello mondiale. Il netto apprezzamento osservato nel comparto della produzione di materiali (grafico VI.6, diagramma di destra), fra cui metalli e minerali, ha rispecchiato in parte l'elevata crescita dei paesi emergenti in via di industrializzazione come la Cina. Inoltre, gli effetti di contagio innescati da turbative politiche in singoli mercati, quali l'Ungheria, la Thailandia e l'Ecuador, sono stati piuttosto limitati. Ciò nonostante, i corsi azionari nel comparto energetico hanno ristagnato dopo la metà del 2006, in linea con la contrazione dei prezzi del greggio; un andamento analogo è stato seguito dalle quotazioni azionarie in un tipico paese esportatore di petrolio come la Russia, che hanno registrato cali particolarmente pronunciati all'inizio del 2007. A differenza di quanto avvenuto nei mercati sviluppati, in quelli emergenti l'espansione degli utili societari non ha tenuto il passo con i corsi azionari e i rapporti capitalizzazione/utigli hanno segnato un brusco incremento (grafico VI.9, diagramma centrale), coerente con la maggiore propensione al rischio per le attività dei mercati emergenti.

I mercati azionari mondiali hanno accusato pesanti perdite nei periodi maggio-giugno 2006 e fine febbraio-marzo 2007. L'indice globale MSCI ha perso rispettivamente il 13 e il 7% fra il punto di massimo e quello di minimo. La fase di vendite della metà del 2006 pare essere stata causata più da un affievolimento della propensione al rischio degli investitori che da una diversa valutazione dei fondamentali (grafico VI.7, diagramma di destra); di conseguenza, i corsi azionari nei mercati emergenti hanno fatto registrare il calo più consistente, pari al 26%. Per contro, l'episodio del 2007 ha coinciso con timori circa la debolezza macroeconomica degli Stati Uniti (specie nel mercato delle abitazioni). Sebbene all'inizio di tale episodio si sia osservata

... grazie al sostegno di utili elevati

La propensione al rischio alimenta i rendimenti nei mercati emergenti ...



una brusca correzione nella borsa cinese, lo scarto negativo nella performance dei mercati azionari emergenti rispetto a quelli sviluppati è stato inferiore a quello di metà 2006. A differenza di allora, inoltre, l'ondata globale di vendite è stata di breve durata, e l'aumento di volatilità e la minore propensione al rischio sono state perlopiù riassorbite nell'arco di un mese (grafico VI.7).

L'attività di fusione e acquisizione sostiene il mercato

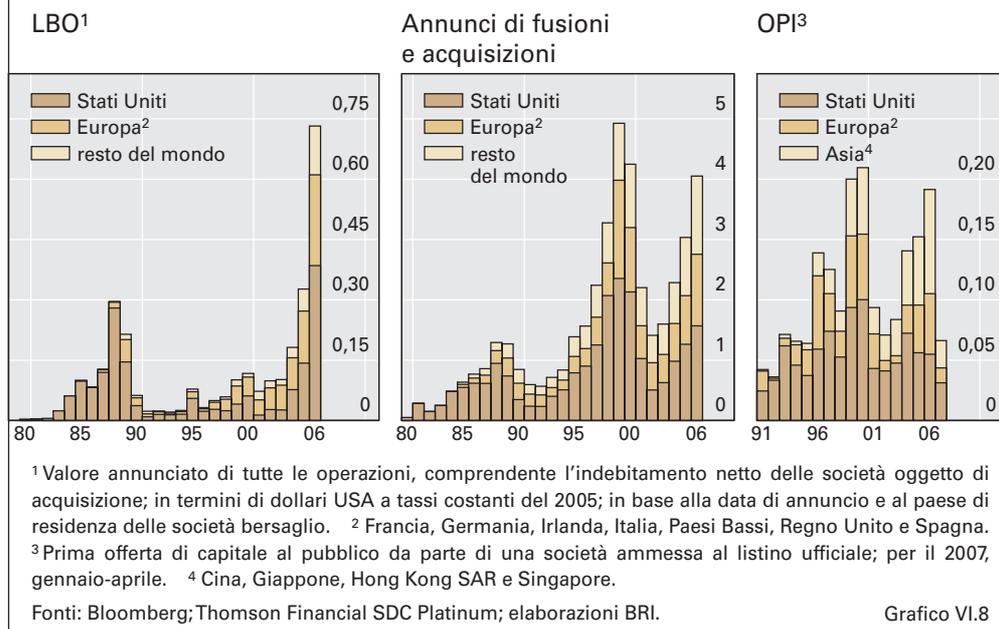
Anche i cambiamenti attuali e futuri nella struttura finanziaria delle imprese hanno concorso a sostenere le quotazioni azionarie. Il riacquisto di azioni proprie ha continuato ad aumentare: nel 2006 le società comprese nell'indice S&P 500 hanno ritirato azioni per oltre \$430 miliardi, importo nettamente superiore ai livelli record raggiunti appena l'anno precedente. Inoltre, sempre nel 2006 il volume delle operazioni di *leveraged buyout* (LBO) è salito a \$753 miliardi, con offerte di acquisto da parte delle società di *private equity* superiori (in dollari costanti) a quelle registrate all'apice dell'esplosione degli LBO, verso la fine degli anni ottanta. Una differenza sostanziale tra l'ultimo boom e quelli precedenti risiede nel fatto che le operazioni non sono state mirate in modo preponderante alle società statunitensi; di fatto, le aziende bersaglio europee hanno rappresentato il 31% del valore annunciato di tutte le operazioni, a fronte di meno del 10% nel 1988. Una percentuale significativa delle operazioni ha riguardato anche le società dei mercati emergenti e di altri paesi (grafico VI.8, diagramma di sinistra).

Più in generale, l'attività di fusione e acquisizione ha segnato una crescita sostanziale dai livelli già alti del 2005, totalizzando \$4,1 trilioni di operazioni annunciate nel 2006, il valore più alto (in termini reali) dal 2000. L'attività è

... e la robusta crescita dell'attività di fusione e acquisizione

Fusioni e acquisizioni e offerte pubbliche iniziali

In trilioni di dollari USA



stata particolarmente vivace in Europa, evidenziando un incremento del 52% nel 2006. Tale espansione ha fatto salire il valore complessivo delle operazioni a \$1,2 trilioni, un livello prossimo a quello degli Stati Uniti (grafico VI.8, diagramma centrale). Il dinamismo senza precedenti del mercato per il controllo societario è probabilmente una determinante del vigore del mercato azionario europeo. Nel dicembre 2006, sostenuto in larga misura dalle notizie di potenziali acquisizioni, il principale indice azionario europeo ha fatto registrare variazioni positive per dieci giorni consecutivi, la serie più lunga dal 1997.

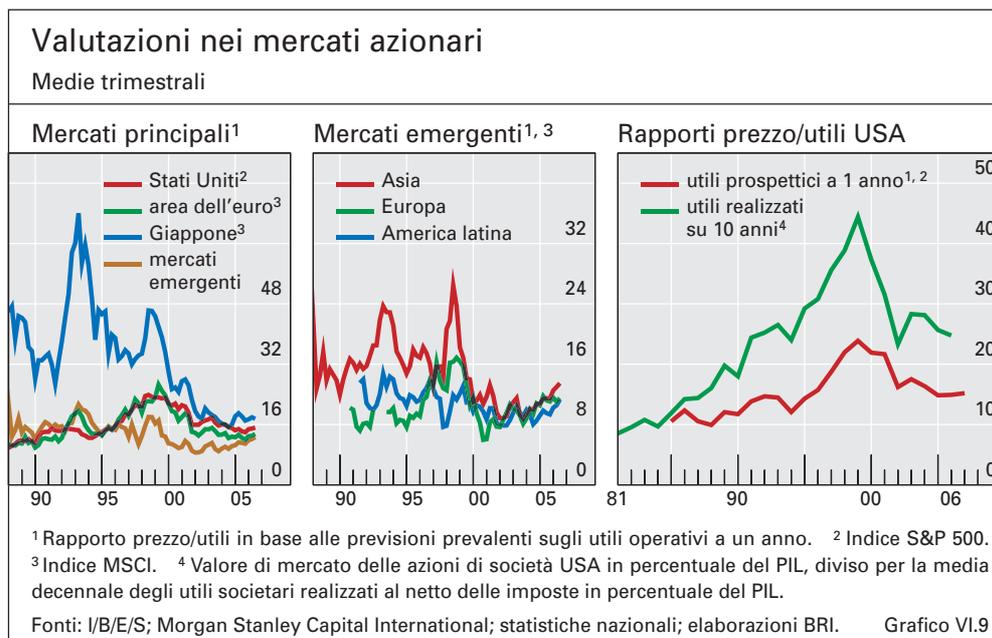
Il volume annuale delle offerte pubbliche iniziali (OPI) è stato il più alto dal 2000. Un numero particolarmente elevato di operazioni ha interessato l'Asia, dove il valore delle OPI ha raggiunto un record di \$86,4 miliardi, con un incremento del 53% sull'anno precedente (grafico VI.8, diagramma di destra). Un volume eccezionale di operazioni si è registrato nelle borse di Hong Kong e Shanghai. Mentre in Europa l'ammontare delle OPI è aumentato del 27%, negli Stati Uniti esso ha ristagnato, con un calo della rispettiva quota in valore sul totale dei principali mercati a meno del 30%.

Valutazioni azionarie

In presenza di una tale robusta crescita degli utili, il buon andamento delle quotazioni azionarie non ha determinato un incremento delle valutazioni nei mercati sviluppati, perlomeno sulla base di varie misure comuni. Anzi, le revisioni al rialzo delle previsioni sugli utili hanno generalmente superato gli incrementi dei prezzi. Nel 2006 il rapporto fra l'indice S&P 500 e gli utili previsti a un anno si è mantenuto su un valore di circa 15, leggermente superiore a quello relativo all'indice MSCI per l'area dell'euro. Entrambi i rapporti sono risultati di fatto leggermente inferiori alla loro media di lungo termine pari a

Il mercato per il controllo societario è particolarmente vivace in Europa

I rapporti prezzo/utigli diminuiscono negli Stati Uniti e nell'area dell'euro ...



16 nel periodo 1988-2005. In Giappone, malgrado il netto aumento registrato nella seconda metà del 2005 e all'inizio del 2006, i rapporti prezzo/utigli sono rimasti notevolmente al disotto dei livelli dei decenni precedenti (grafico VI.9, diagramma di sinistra).

Per contro, nei mercati emergenti le valutazioni hanno seguito una dinamica piuttosto sostenuta, continuando ad aumentare decisamente dal 2005 (grafico VI.9, diagramma centrale). L'apprezzamento è stato particolarmente accentuato in Asia, sebbene sia stata l'Europa emergente a far registrare la crescita più rapida negli ultimi cinque anni. Nonostante la loro recente ascesa, le valutazioni restano ancora ben inferiori a quelle degli ultimi anni novanta (prima del crollo dei mercati azionari) in ciascuna delle principali regioni emergenti.

... e aumentano nei mercati emergenti

A dire il vero, nei mercati sviluppati le valutazioni risultano più elevate se basate su misure storiche degli utigli piuttosto che su previsioni a breve termine. Come si vedrà oltre, negli Stati Uniti gli utigli in percentuale del PIL hanno raggiunto valori prossimi ai massimi storici nel 2006 (grafico VI.15). Il rapporto tra i corsi azionari reali USA e una media mobile su dieci anni degli utigli reali, che attenua le variazioni cicliche, costituisce un indicatore previsivo (inversamente correlato) storicamente robusto dei rendimenti azionari futuri. Alla fine del 2006 tale rapporto si situava a circa 25, un livello ben superiore alla media storica di poco meno di 20 registrata dai primi anni ottanta (grafico VI.9, diagramma di destra).

Gli spread creditizi si aggirano intorno ai minimi storici

Nel periodo in rassegna si sono ristretti i differenziali di rendimento su tutte le tipologie di debito, ma in particolare quelli sulle passività più rischiose. Solo due periodi di turbolenza, rivelatisi peraltro relativamente brevi, hanno

interrotto l'andamento sostenuto dei mercati creditizi, che ha tratto vigore soprattutto dai solidi bilanci societari, nonché dalla forte domanda di prodotti di credito strutturati e dall'accresciuta propensione al rischio mostrata dagli investitori.

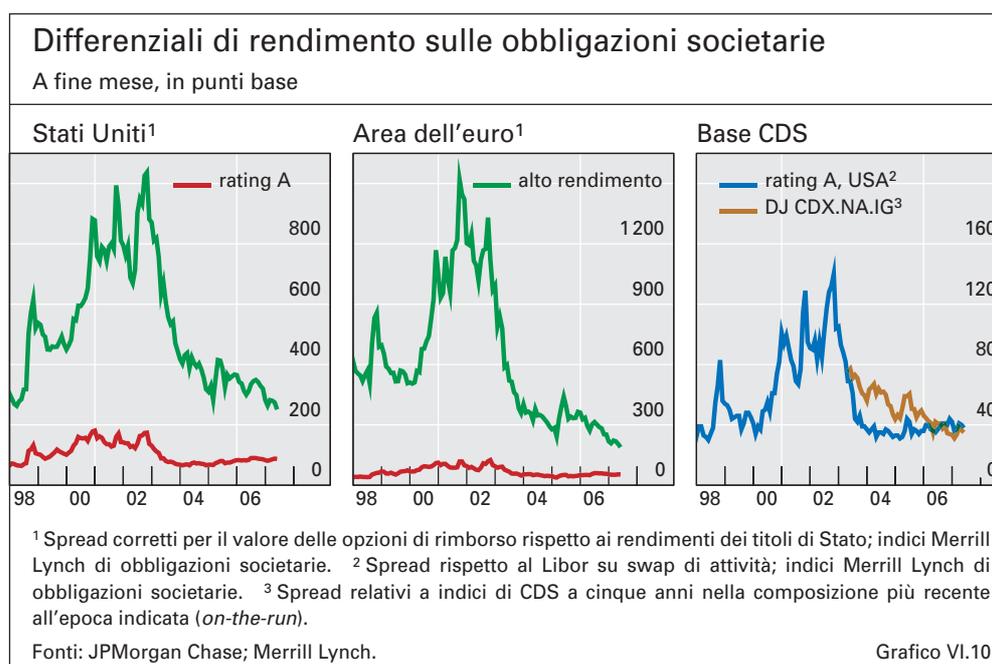
Performance superiore alla media del comparto ad alto rendimento

In alcuni mercati il rialzo dei prezzi degli strumenti di credito più rischiosi ha portato i differenziali di rendimento a nuovi minimi (grafico VI.10). Verso la fine di maggio 2007 l'indice degli spread sulle obbligazioni societarie statunitensi ad alto rendimento si collocava a poco più di 250 punti base, ossia al disotto del precedente minimo raggiunto prima dell'ondata di vendite del secondo trimestre 2005, e non distante dal minimo di 235 punti base dell'ottobre 1997. Analogamente, gli spread sulle obbligazioni ad alto rendimento europee erano calati a meno di 190 punti base, ossia a un livello inferiore di oltre 40 punti al precedente minimo del marzo 2005. I differenziali di rendimento sulle obbligazioni di qualità elevata di entrambe le economie si sono mantenuti all'interno di una fascia relativamente ristretta e agli ultimi di maggio di quest'anno risultavano aumentati di solo pochi punti base rispetto al marzo 2006.

Una prima rivalutazione temporanea del prezzo del rischio di credito ha avuto luogo a partire da metà maggio 2006. Tra il giorno 12 di quel mese, quando si attestavano a 288 punti base, e fine giugno, gli spread sulle obbligazioni societarie statunitensi ad alto rendimento si sono ampliati di 47 punti base. L'aumento dell'indice dei *credit default swap* (CDS) ad alto rendimento sarebbe risultato significativamente maggiore in giugno e luglio se non fosse stato per il settore automobilistico: gli spread relativi ai CDS di General Motors e Ford si sono infatti ristretti di oltre 300 punti base tra fine giugno e fine agosto. I differenziali di rendimento sulle attività rischiose sono

La tendenza al ribasso degli spread nel segmento dell'alto rendimento ...

... resiste alle fasi di turbolenza di maggio-giugno 2006 ...



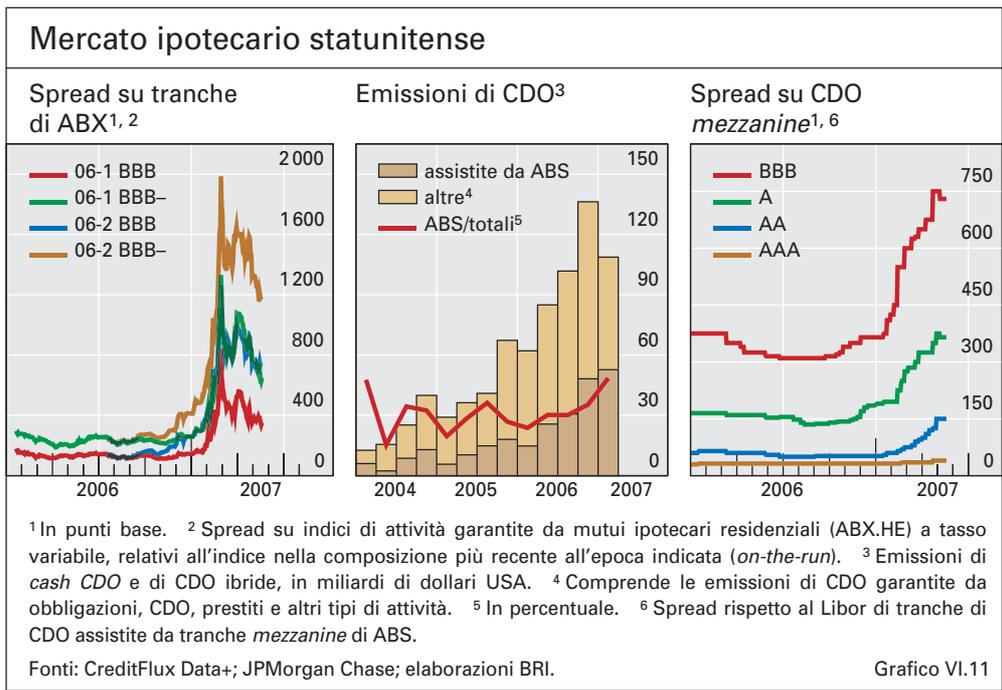
rimasti elevati per tutto il mese di agosto, per poi riprendere il loro cammino discendente agli ultimi di settembre. In maggio e giugno gli spostamenti di fondi dai comparti ad alto rendimento verso strumenti più sicuri non hanno modificato in misura rilevante gli spread degli emittenti con rating più elevato. Ad esempio, sia negli Stati Uniti sia in Europa l'aumento dei differenziali sulle obbligazioni private quotate A non ha raggiunto i 10 punti base.

Un secondo episodio di turbolenza ha colpito i mercati creditizi nel tardo febbraio e nel marzo 2007, producendo tuttavia effetti complessivamente meno pronunciati. Il 27 febbraio, sullo sfondo di un'ondata di vendite globale sui mercati azionari, gli spread sulle obbligazioni statunitensi ad alto rendimento sono balzati di oltre 20 punti base, continuando a salire per circa quattro giorni. Mentre i mercati azionari avevano recuperato gran parte delle perdite nell'arco di tre settimane, la ripresa di quelli creditizi è stata in certa misura più lenta. Soltanto nella seconda metà di maggio i differenziali sulle obbligazioni ad alto rendimento statunitensi sono ritornati in prossimità del minimo toccato verso la fine di febbraio.

Ad aumentare l'incertezza dei mercati sono stati i crescenti timori riguardo al mercato statunitense dei mutui ipotecari *subprime*, ossia erogati a prenditori con più basso merito di credito. I tassi di inadempienza su questi prestiti, collocatisi a quasi il 10% per buona parte del 2004 e del 2005, avevano raggiunto il 13% a fine 2006, segnando un marcato aumento nel quarto trimestre (Capitolo VII). L'aumento ha portato al fallimento di una serie di prestatori specializzati in questo comparto nonché, a partire da novembre, all'ampliamento significativo degli spread sulle tranche più rischiose dei prestiti collegati a immobili residenziali (grafico VI.11, diagramma di sinistra). Dopo che, l'8 febbraio di quest'anno, HSBC ha annunciato di dover incrementare gli accantonamenti a fronte delle sofferenze nel portafoglio prestiti *subprime*

... e fine
febbraio-marzo
2007

Si intensificano i
timori per il mercato
ipotecario USA ...



e che New Century Financial ha rivisto al ribasso le previsioni sul suo volume di prestiti per il 2007, gli spread in questo segmento del mercato hanno segnato un aumento di ben 200 punti base in appena due giorni.

... con ripercussioni sui mercati delle CDO

Resta da vedere se e come i problemi nel mercato statunitense dei prestiti ipotecari *subprime* possano trasmettersi ad altri mercati. In parte, i rischi in tal senso sono limitati dalle dimensioni relativamente esigue di questo comparto. I prestiti a mutuatari *subprime* rappresentavano nel 2006 appena il 21% del credito ipotecario statunitense totale e il 14% dei prestiti ipotecari complessivi in essere a fine anno. Ciò nonostante, si sono intensificate le preoccupazioni degli investitori per l'effetto che potrebbe avere un prolungato deterioramento in questo comparto sulla valutazione delle *collateralised debt obligation* (CDO) garantite da *asset-backed securities* (ABS). È difficile determinare esattamente in quale parte del mercato delle CDO siano concentrati i rischi rivenienti dai prestiti ipotecari di tipo *subprime* e Alt-A (anch'essi di qualità non primaria). Le stime basate sulle singole operazioni di CDO indicano che gli ABS costituiscono approssimativamente un terzo delle attività totali stanziata a garanzia delle *cash CDO* (grafico VI.11, diagramma centrale). Le stime del settore fanno ritenere che una quota sostanziale degli ABS abbia come base mutui *subprime* e Alt-A. Gli spread sulle tranche di CDO garantite da tranche *mezzanine* di ABS hanno iniziato ad aumentare verso la fine del gennaio 2007, segnalando che gli investitori attribuivano una probabilità più elevata all'eventualità di un peggioramento significativo del portafoglio di attività sottostanti (grafico VI.11, diagramma di destra).

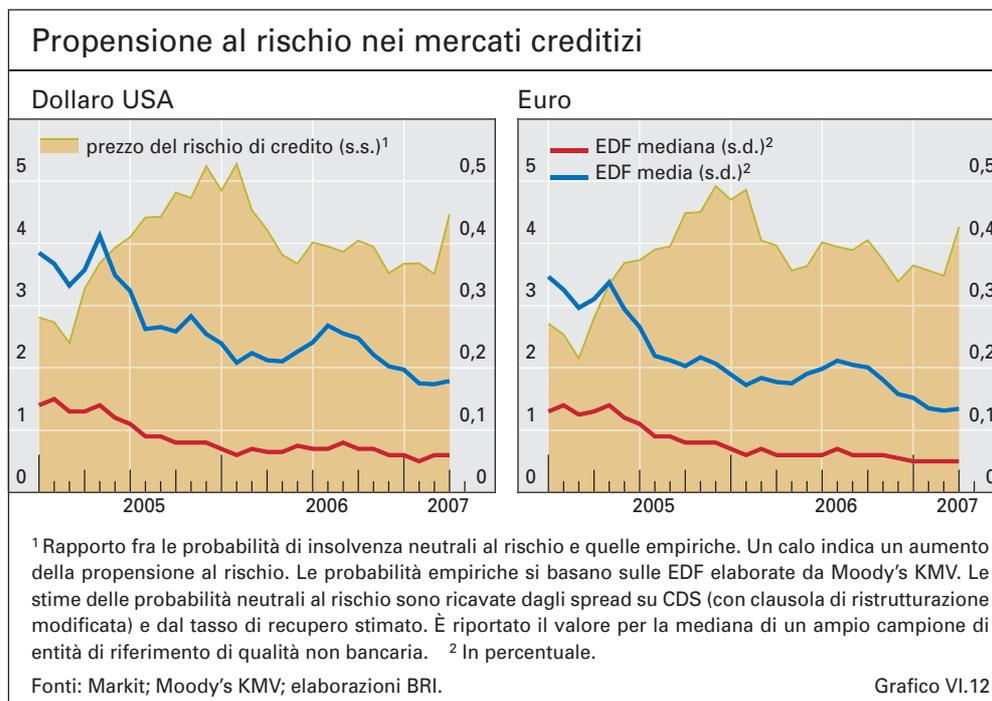
Aumento della propensione al rischio degli investitori

La mutata propensione al rischio degli investitori ...

Il rialzo dei corsi nei mercati creditizi ha certamente tratto slancio dal buono stato di salute generale dei bilanci delle imprese (si veda oltre), ma vi sono altresì riscontri del fatto che la tendenza al ribasso degli spread sulle attività rischiose abbia beneficiato di una mutata propensione al rischio degli investitori. Per ottenere una stima semplice del prezzo di un'"unità" di rischio in un particolare segmento del mercato creditizio si possono rapportare le probabilità di insolvenza ricavate dagli spread creditizi a quelle desunte a partire dai dati fondamentali di bilancio, come le *estimated default frequencies* (EDF) calcolate da Moody's KMV. Quanto maggiore è il rapporto, tanto più elevato è il compenso richiesto dai creditori per sopportare un determinato livello di rischio di inadempienza. Vero è che le stesse EDF non sono del tutto neutre al clima di mercato, poiché rispecchiano i corsi e le volatilità azionarie. Ciò nonostante, esse costituiscono una ragionevole approssimazione della valutazione data dagli operatori del mercato al rischio di insolvenza sottostante.

... favorisce il calo degli spread nel comparto dell'alto rendimento

In generale, questi indicatori rilevano che la propensione al rischio degli investitori è andata aumentando durante gran parte del 2006. I risultati positivi conseguiti dalle imprese nel periodo in rassegna hanno certamente contribuito al basso livello sia delle EDF sia dei premi su CDS. Questi premi, tuttavia, hanno segnato cali relativamente maggiori, indicando che è stata soprattutto la mutata propensione al rischio degli investitori, più che la variazione dei fondamentali, a far calare gli spread creditizi nel comparto dell'alto rendimento



(grafico VI.12). Il prezzo stimato del rischio di credito, che aveva raggiunto un massimo verso la fine del 2005, è sceso durante gran parte del 2006 e agli inizi del 2007, interrotto solo brevemente dalla fase di vendite di maggio-giugno dello scorso anno. Quanto agli andamenti più recenti, i dati disponibili indicano che l'aumento degli spread dell'alto rendimento nel tardo febbraio e nel marzo di quest'anno è ampiamente riconducibile a incrementi del prezzo del rischio.

Impennata delle emissioni di prodotti creditizi strutturati

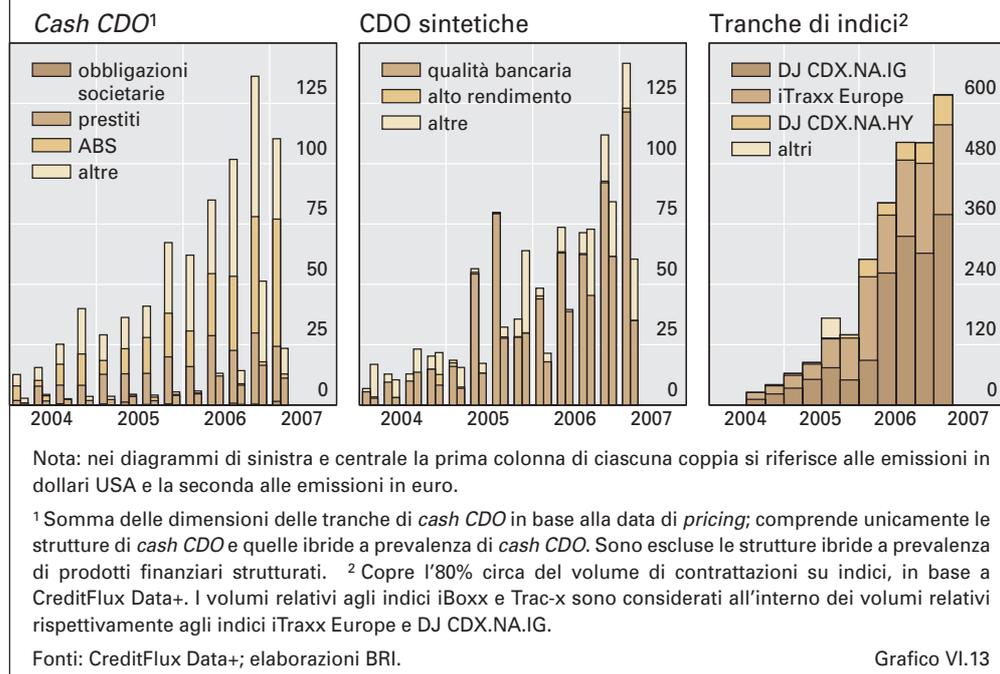
La tendenza calante degli spread nel comparto dell'alto rendimento ha coinciso con un periodo di forti emissioni di prodotti creditizi strutturati, portando alcuni osservatori a chiedersi se lo sviluppo del mercato delle CDO a partire dal 2004 non abbia contribuito alla compressione degli spread. Le emissioni mondiali di *cash CDO* denominate in dollari USA e in euro nel 2006, pari a \$470 miliardi, sono state le più elevate in assoluto, risultando particolarmente sostenute nel quarto trimestre (grafico VI.13). Del pari, sono cresciute notevolmente nel 2006 anche le emissioni di CDO sintetiche (CDO di CDS), collocatesi a \$524 miliardi, e le contrattazioni di tranche di indici di CDS (\$1 736 miliardi).

Esistono almeno due canali attraverso i quali i collocamenti di prodotti strutturati potrebbero esercitare pressioni al ribasso sugli spread creditizi. In linea generale, le emissioni di *cash CDO* vanno ad ampliare la base di investitori, e quindi la domanda, relativa ai titoli di debito societari. I soggetti che investono in titoli con rating elevato possono assumere indirettamente un'esposizione al debito societario di qualità inferiore mediante l'acquisto di tranche senior di CDO. Inoltre, gli emittenti di CDO sintetiche e di altri prodotti creditizi strutturati ricavano proventi dalla vendita della protezione dal rischio

Le emissioni record di CDO ...

Emissioni di CDO

In miliardi di dollari USA



di insolvenza nel mercato dei CDS, il che può accrescere la liquidità nei mercati sia derivati sia a contante. La fornitura di protezione collegata all'emissione di prodotti strutturati potrebbe essere persino maggiore di quanto indicato dai valori nozionali delle CDO. Ad esempio, la copertura delle esposizioni connesse con l'emissione di CDO a tranche unica, che si riferiscono soltanto a un intervallo determinato della distribuzione della probabilità di insolvenza, richiede che l'emittente venda protezione per un ammontare pari a più volte il valore nozionale delle CDO, al fine di controbilanciare l'elevata sensibilità di prezzo di tali strumenti. Il rapporto fra la protezione venduta e il valore nozionale delle emissioni può essere ancora maggiore per i prodotti più complessi, quali le *constant proportion portfolio insurance* (CPPI) e le *constant proportion debt obligation* (CPDO).

... non hanno un impatto tangibile nei mercati dell'alto rendimento ...

Per quanto l'emissione di prodotti strutturati possa, in teoria, esercitare pressioni al ribasso sugli spread attraverso entrambi questi canali, le evidenze disponibili fanno ritenere che il loro influsso non sia stato decisivo nel 2006, quantomeno non nei mercati dell'alto rendimento. Neanche l'1% delle emissioni totali di *cash CDO* si basava su portafogli di obbligazioni, in gran parte titoli con rating non inferiore a BBB- (*investment grade*). Analogamente, le emissioni di CDO sintetiche, tranches di indici e CPDO erano riferite principalmente a entità con elevato merito di credito. Sebbene alle emissioni complessive di CDO corrisponda un calo dei premi sui CDS ad alto rendimento, una regressione semplice indica che il nesso fra questi due fenomeni è debole e risulta statisticamente significativo solo per una frequenza mensile.

Ciò detto, vi sarebbero effettivamente indicazioni di un possibile influsso della crescita delle emissioni di CDO sintetiche sull'andamento divergente

degli spread su obbligazioni *investment grade* rispetto ai corrispondenti premi su CDS (grafico VI.10, diagramma di destra). Dopo la fase di vendite del marzo 2005 sino a verso la fine di febbraio 2007, gli spread su CDS con elevato merito di credito in dollari USA e in euro sono andati costantemente calando, a fronte di emissioni particolarmente elevate di prodotti strutturati. Per contro, gli spread su swap di attività di qualità comparabile sono rimasti in complesso sostanzialmente invariati.

... pur producendo effetti sensibili nei segmenti di qualità più elevata

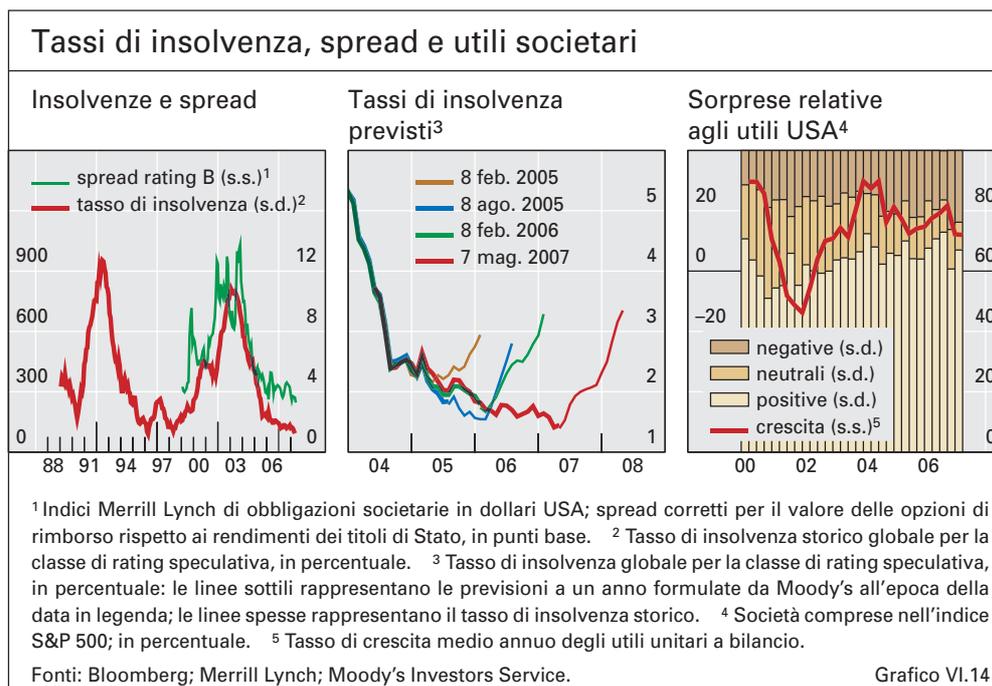
Una svolta nel ciclo del credito?

Con gli spread in prossimità dei minimi storici, i mercati erano oggettivamente vulnerabili a una rivalutazione del rischio di credito. Gli episodi di turbolenza del periodo in rassegna potrebbero riflettere il nervosismo latente degli operatori, giacché in momenti di congiuntura favorevole la bilancia dei rischi tende a pendere verso il basso.

In una prospettiva di breve periodo, tuttavia, pochi operatori di mercato sembrano preoccuparsi seriamente dell'eventualità di un deterioramento improvviso e diffuso del merito di credito. I tassi di insolvenza delle società di grado speculativo, scesi al disotto del 2% nel 2005, sono rimasti da allora intorno a quel livello, risultando sistematicamente inferiori alle previsioni delle agenzie di rating (grafico VI.14). Ciò nonostante, il fatto che i differenziali di rendimento degli strumenti a scadenza medio-breve si siano assottigliati in misura maggiore rispetto a quelli del debito a più lungo termine lascia presumere che in generale gli operatori si attendano un incremento dei tassi di insolvenza.

Timori limitati di un'imminente svolta del ciclo del credito

L'eventuale rallentamento della redditività delle imprese potrebbe essere un fattore in grado di innescare una rivalutazione del rischio di credito. Sebbene la redditività complessiva delle società statunitensi nel 2006 abbia raggiunto



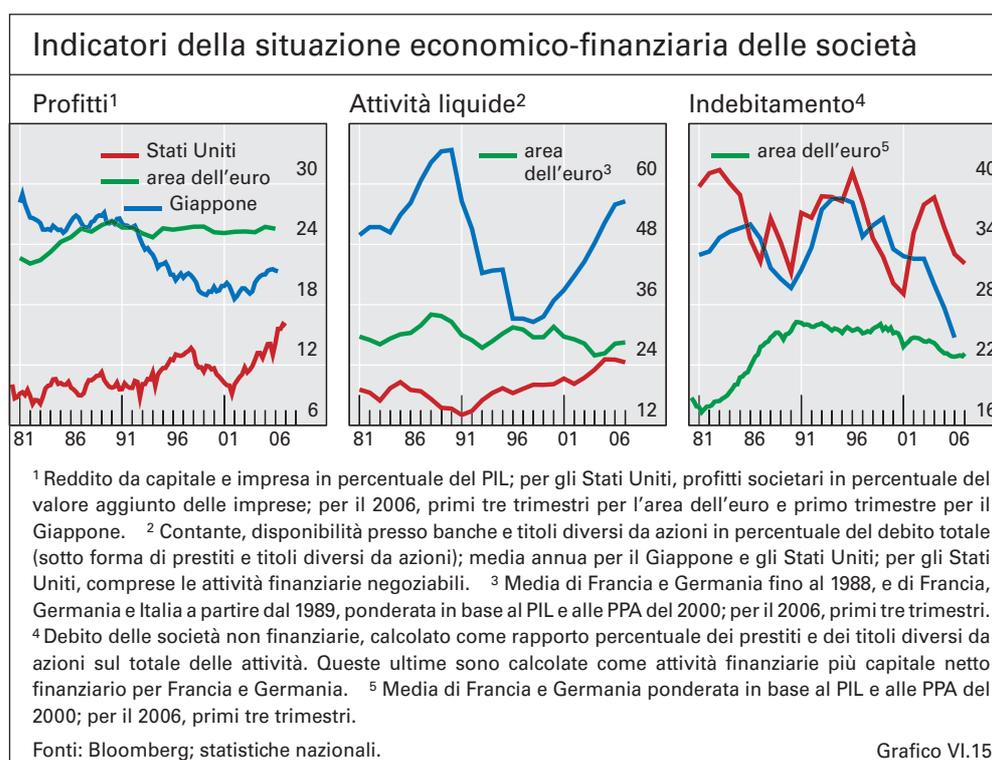
Il fattore di innesco potrebbe essere un rallentamento della redditività aziendale

livelli record (si veda sopra), la crescita dei profitti è sensibilmente diminuita a cavallo fra il 2006 e il 2007. Nel quarto trimestre dello scorso anno il numero di sorprese positive provenienti dagli annunci sugli utili ha ancora una volta superato quello delle sorprese negative, ma in misura decisamente inferiore ai trimestri precedenti. Le sorprese positive sono tornate ad aumentare lievemente nel primo trimestre di quest'anno, ma in buona parte per effetto di aspettative meno ottimistiche, piuttosto che di un'accelerazione dei profitti.

La solidità dei bilanci societari potrebbe mitigarne gli effetti

L'impatto di un rallentamento degli utili societari sul tasso di insolvenza complessivo potrebbe per un certo tempo essere attutito dalla solidità dei bilanci societari. Le principali misure dello stato di salute delle imprese non danno infatti motivi di preoccupazione (grafico VI.15). In aggregato, il grado di leva finanziaria utilizzata dalle imprese negli Stati Uniti e in Giappone è rimasto ben inferiore a quello osservato al culmine del boom dei titoli tecnologici, mentre nell'area dell'euro è andato calando. Analogamente, il rapporto fra attività liquide e indebitamento totale si è mantenuto appena al disotto del recente picco negli Stati Uniti, continuando a seguire una tendenza ascendente in Giappone e nell'area dell'euro. Infine, nel 2006 i profitti societari in percentuale del PIL sono risultati elevati. Quantomeno negli Stati Uniti, la situazione attuale appare assai diversa da quella che aveva preceduto le svolte nel ciclo del credito degli ultimi anni ottanta e novanta, quando i profitti societari erano inferiori e il grado di leva leggermente superiore a oggi.

A prima vista, la tendenza al ribasso del grado di leva societario appare in contrasto con i crescenti volumi dell'attività di fusione e acquisizione e delle altre operazioni a favore degli azionisti sopra descritte (grafico VI.8). Tuttavia,



il volume di tali attività non è ancora particolarmente elevato se si considerano le dimensioni del settore societario sulla base dei dati di contabilità nazionale. Persino negli Stati Uniti nel 2006 il valore totale delle LBO era pari a circa il 3% della capitalizzazione di borsa complessiva, e risultava ampiamente ripartito fra i vari settori.

Maggiore rischio di evento per le singole imprese dovuto a fusioni e acquisizioni e a LBO

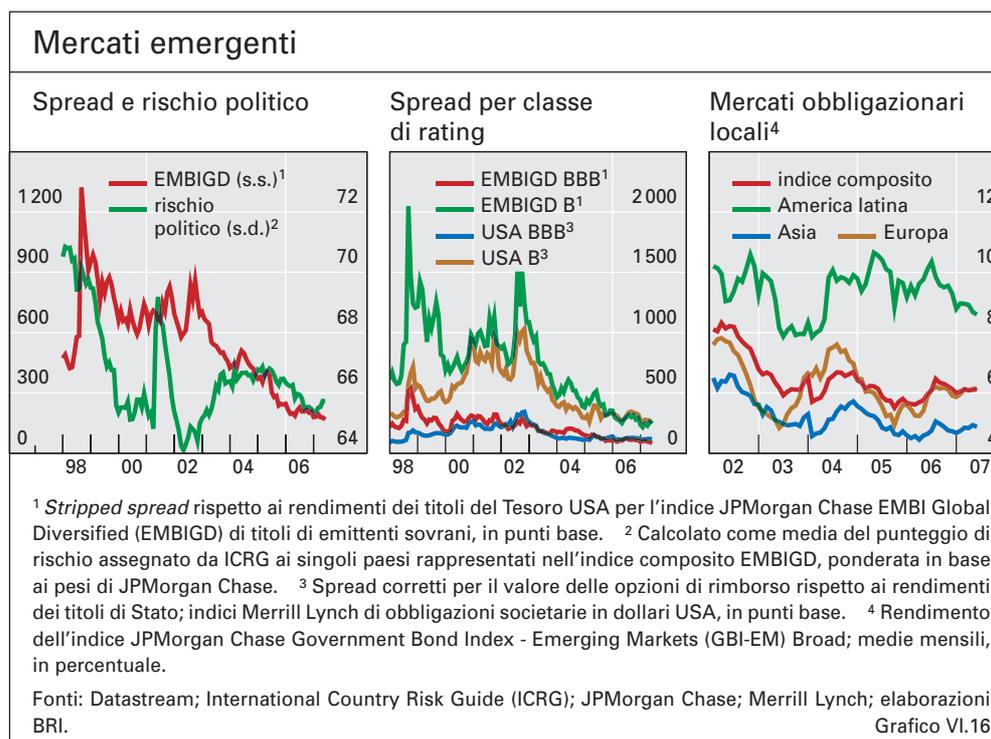
È tuttavia vero che l'attività di LBO può indurre un aumento sostanziale dell'indebitamento delle singole imprese, accrescendo i rischi di insolvenza di grandi società e quelli di difficoltà a livello settoriale. La maggior parte delle operazioni recenti di fusione e acquisizione sono state finanziate con mezzi liquidi, spesso reperiti nei mercati del debito. Le operazioni finanziate con capitale di rischio rappresentavano appena il 12% del valore totale delle operazioni annunciate nel 2006, in calo dal 19% del 2004 e dal 26% del 2002. Rispetto a queste operazioni, quelle finanziate con mezzi liquidi tendono a indurre una maggiore crescita dell'indebitamento. I dati forniti da un'importante agenzia di rating indicano che il rapporto medio fra debito e *cash flow* delle imprese acquisite da fondi di *private equity* ha raggiunto il massimo storico di 5,4 nel 2006 (si veda anche il Capitolo VII). Le perdite per i creditori derivanti da variazioni non previste nella struttura finanziaria delle società sono state elevate; in base ad alcune stime, lo scorso anno le cinque maggiori LBO aventi per oggetto società quotate hanno procurato circa \$2 miliardi di perdite valutate al valore di mercato per i detentori dei titoli di debito in essere della società bersaglio.

Presto o tardi il ciclo del credito segnerà una svolta e i tassi di insolvenza cominceranno ad aumentare. Le strategie che hanno permesso di realizzare lautissimi profitti in presenza di spread contenuti potrebbero all'improvviso rivelarsi più rischiose del previsto. In particolare, non è chiaro se il livello corrente degli spread sia sufficiente a fornire un compenso adeguato in caso di ritorno a tassi di insolvenza anche solo leggermente più elevati. In base ai calcoli di una banca d'affari, l'attuale basso valore degli spread creditizi nel mercato ad alto rendimento in dollari USA non sarebbe bastato a compensare gli investitori per le insolvenze effettive avvenute a partire da metà degli anni settanta per una coorte qualsiasi di obbligazioni societarie a cinque anni.

Forte domanda di attività dei mercati emergenti

I prezzi delle attività dei mercati emergenti hanno seguito un andamento simile a quello dei mercati maturi. È in particolare continuata la performance insolitamente positiva in atto da qualche anno nei mercati azionari (si veda sopra). I differenziali di rendimento sui titoli di Stato dei mercati emergenti hanno seguito a restringersi, pur se a ritmi inferiori che nel 2005, portando l'indice EMBI Global a toccare nuovi minimi (grafico VI.16). Gli spread su questa categoria di titoli sono scesi a livelli inferiori a quelli sui titoli societari USA di pari rating. Come avvenuto nei mercati creditizi dei paesi sviluppati, gli spread si sono ampliati solo temporaneamente durante le due fasi di vendite verificatesi nel periodo in esame. I rendimenti sui titoli in moneta locale si sono decisamente incrementati nella prima metà del 2006, per poi calare successivamente.

La progressione dei mercati emergenti ...



... basata sulla solidità dei fondamentali ...

La forte ascesa delle attività dei mercati emergenti è stata favorita dall'ennesimo anno di vivace performance economica. Le economie emergenti hanno continuato a beneficiare di una crescita rapida e molte di esse hanno ulteriormente migliorato le finanze pubbliche e la bilancia dei pagamenti, contribuendo al livello contenuto delle emissioni di debito estero (Capitolo III). Inoltre, alcuni paesi hanno proseguito nella politica di sostituzione del debito in valuta estera con passività in moneta locale. Le emissioni nette internazionali di titoli pubblici dei mercati emergenti, a \$6 miliardi, risultavano sì più elevate rispetto allo scorso anno (\$5 miliardi), ma rimanevano ben al disotto dei livelli degli ultimi anni novanta (quasi \$50 miliardi l'anno). I mutuatari privati hanno approfittato delle favorevoli condizioni di finanziamento del 2006 per collocare \$130 miliardi di nuove emissioni, ascrivibili per quasi quattro quinti a istituzioni finanziarie. Anche le emissioni azionarie hanno raggiunto nuovi massimi, con varie offerte pubbliche iniziali di dimensioni assai rilevanti nel settore finanziario, specie in Cina e Russia.

... risente solo in minima parte delle vicende politiche

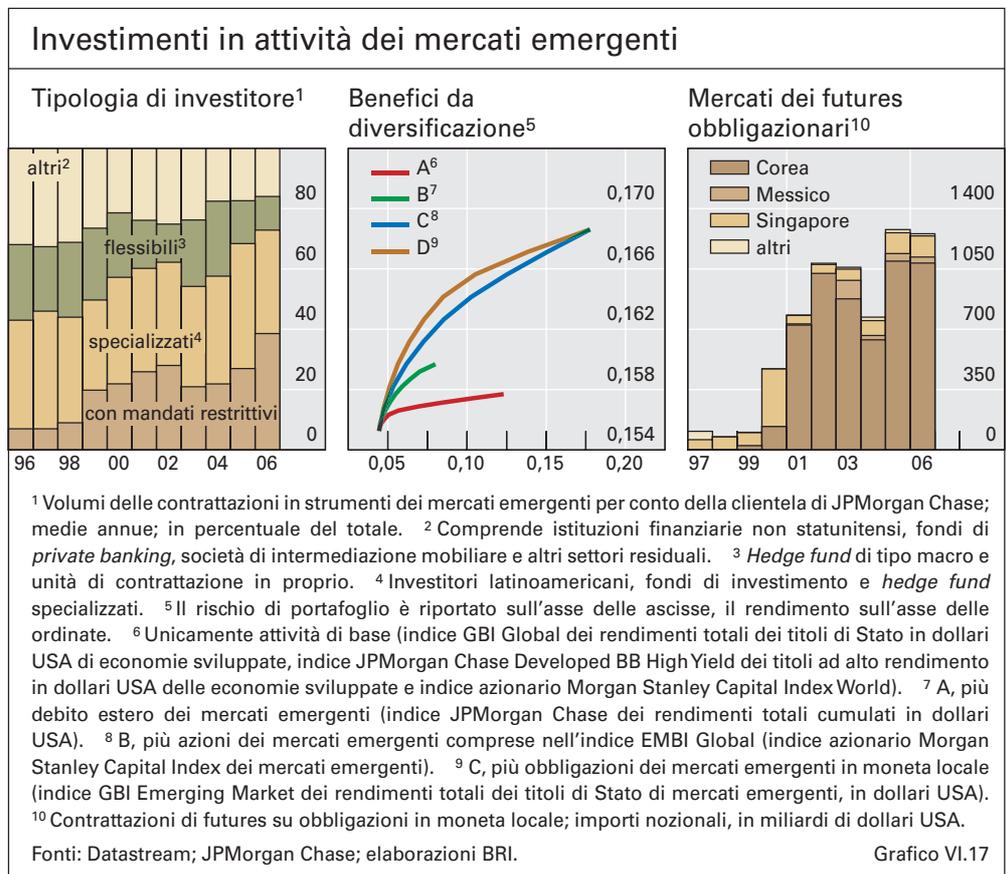
Alcuni avvenimenti isolati politici ed economici hanno accresciuto la volatilità, ma con effetti complessivamente di breve durata. Ad esempio, i timori di una ristrutturazione del debito sul modello di quella argentina hanno provocato un'impennata dello spread sul debito estero dell'Ecuador, passato da meno di 500 punti base nell'estate 2006 a oltre 1000 punti base nel gennaio 2007, e successivamente tornato a scendere annullando gran parte dell'aumento. Il golpe militare in Thailandia e i disordini in Ungheria hanno causato nel settembre 2006 un aumento generalizzato degli spread, che è tuttavia rientrato nell'arco di alcuni giorni. Nel dicembre 2006 l'imposizione di controlli sui movimenti di capitali in Thailandia al fine di frenare l'apprezzamento del baht è stata all'origine di una caduta del 15% della borsa di

Bangkok il giorno stesso dell'annuncio, nonché di un deprezzamento del 4% del baht nei giorni successivi, senza peraltro produrre effetti di rilievo altrove. I corsi azionari thailandesi hanno tuttavia recuperato gran parte del terreno perduto nei mesi seguenti, dopo che le autorità avevano deciso di esentare dai controlli vari tipi di transazioni. L'ampio programma di nazionalizzazione avviato dal governo venezuelano agli inizi del 2007 ha sospinto al rialzo gli spread e fatto crollare le quotazioni azionarie, ma anche in questo caso gli effetti in altri paesi sono stati scarsi. Analogamente, la crisi politica della Turchia nello stesso periodo non ha avuto ripercussioni sui mercati emergenti nel loro insieme. Nonostante questi avvenimenti, il rischio politico medio calcolato per 22 mercati emergenti in base a una metodologia diffusa si è notevolmente ridotto nella prima metà del 2006 ed è in seguito rimasto stabile, poiché l'aumento dei rischi in alcuni paesi è stato compensato da una loro diminuzione in altri (grafico VI.16, diagramma di sinistra).

Le attività dei mercati emergenti stanno forse uscendo dalla loro nicchia?

Tradizionalmente l'investimento in attività dei mercati emergenti era appannaggio esclusivo degli investitori specializzati. Tuttavia oggi la situazione è cambiata. In base a una serie limitata di dati, gli investitori vincolati per mandato ad acquistare primariamente titoli di qualità elevata hanno accresciuto la propria presenza nei mercati emergenti, passata dal 7% degli scambi dieci anni fa a poco meno del 40% nel 2006 (grafico VI.17, diagramma di sinistra). Gli investitori specializzati nei mercati emergenti, come fondi comuni di

I fondi con mandati di investimento circoscritti all'alta qualità ...



... sono attratti dai vantaggi della diversificazione

investimento o *hedge fund*, continuano a rivestire un ruolo significativo, sebbene le loro strategie sembrino essersi riorientate verso le attività in moneta locale, non privilegiando più il debito estero di soggetti sovrani.

Gli elevati rendimenti e i benefici attesi dalla diversificazione dei portafogli hanno indotto anche gli investitori non specializzati a incanalare fondi verso le attività dei mercati emergenti. In base a un modello di portafoglio standard stimato per il periodo gennaio 2002-marzo 2006 (periodo caratterizzato effettivamente da rendimenti elevati), l'acquisizione di titoli pubblici denominati in dollari USA dei mercati emergenti avrebbe considerevolmente migliorato il profilo di rischio/rendimento rispetto a un portafoglio di riferimento privo di tali investimenti (grafico VI.17, diagramma centrale). *Ex post*, l'inserimento aggiuntivo di azioni e di obbligazioni in moneta locale avrebbe innalzato la frontiera di portafoglio persino oltre.

Sebbene in linea di principio l'esposizione verso i mercati emergenti potrebbe far aumentare il rischio di perdite elevate in periodi di tensione, ciò non si è verificato nelle due fasi relativamente blande di vendite del periodo in rassegna. Ad esempio, soltanto in occasione delle liquidazioni del maggio-giugno 2006 un portafoglio con un'ampia quota di attività dei mercati emergenti, specie se comprendente titoli in moneta locale, avrebbe conseguito risultati peggiori di un portafoglio analogo di attività di economie sviluppate. Lo scarto di performance fra questi due portafogli sarebbe tuttavia venuto meno nell'arco di alcune settimane con la ripresa dei mercati. Nel febbraio 2007 una quota più elevata di investimenti nei mercati emergenti avrebbe addirittura avuto effetti stabilizzanti sul valore del portafoglio.

Benché la loro diffusione sia chiaramente aumentata presso gli investitori istituzionali, sarebbe prematuro considerare che le attività dei mercati emergenti si siano definitivamente lasciate alle spalle il loro status di investimento di nicchia. Uno degli ostacoli che si frappone alla maggiore partecipazione degli investitori esteri in questi mercati è la presenza in molte economie emergenti di controlli sui movimenti di capitali. Siffatte restrizioni potrebbero spiegare perché il tasso di partecipazione degli investitori esteri ai mercati obbligazionari in moneta locale sia decisamente inferiore in Asia rispetto all'Europa centrale e orientale o all'America latina, dove questi vincoli sono meno diffusi. Ciò detto, gli investitori esteri possono in certa misura acquisire un'esposizione anche nei confronti dei mercati soggetti a restrizioni per via indiretta, mediante i *non-deliverable forward* (Capitolo III). Questi strumenti sono negoziati all'estero e regolati in moneta estera, e consentono quindi di replicare il profilo di rendimento di strumenti locali senza dover effettuare alcuna transazione nella moneta del mercato di investimento.

Un secondo ostacolo, specie nei mercati obbligazionari in moneta locale, è la limitata disponibilità di strumenti per coprirsi dai rischi di cambio e di tasso di interesse. Se è generalmente possibile tutelarsi dalle oscillazioni valutarie su orizzonti di alcuni mesi, molto più difficile risulta conseguire una protezione contro le variazioni dei tassi di interesse su periodi di tempo più lunghi. Tali difficoltà si fanno persino più pronunciate allorché si tratta di negoziare il rischio di tasso di interesse. Solo pochi paesi, ossia Corea, Singapore e, in misura minore, Messico, dispongono di un mercato liquido di

futures obbligazionari (grafico VI.17, diagramma di destra), mentre sono maggiormente disponibili derivati sui tassi di interesse a breve termine. L'assenza di un mercato liquido dei futures potrebbe anche ritardare lo sviluppo del mercato degli swap di tasso di interesse, dal momento che gli operatori in questi strumenti utilizzano spesso i futures per coprire le proprie posizioni. Lungi dall'essere esaustivi, i dati della BRI mostrano che le posizioni in swap su tassi di interesse sono considerevoli soltanto nel segmento del dollaro di Hong Kong, per quanto fonti locali segnalino la presenza di attività anche in varie altre valute.

Infine, un terzo ostacolo potrebbe essere che la resilienza delle attività dei mercati emergenti non ha ancora superato il banco di prova di condizioni internazionali meno favorevoli. Dopo l'insolvenza dell'Argentina nel 2001, infatti, i mercati emergenti non sono più stati interessati da gravi turbative. Ciò contrasta nettamente con l'esperienza degli anni ottanta e novanta, quando gli investitori subivano talvolta pesanti perdite sulle loro posizioni in tali mercati.

VII. Il settore finanziario nei paesi industriali avanzati

Aspetti salienti

Durante il periodo in rassegna il settore finanziario nei paesi industriali avanzati ha registrato nel complesso una buona performance. Facendo leva sui punti di forza degli ultimi anni, le imprese finanziarie hanno continuato a migliorare la loro redditività sullo sfondo di condizioni economiche generalmente favorevoli e della vigorosa attività nel mercato dei capitali. Tuttavia, rispetto al recente passato il quadro appare meno uniforme, e in alcuni segmenti sono emersi chiari indizi che la recente espansione potrebbe essersi basata su aspettative eccessivamente ottimistiche.

I rischi maggiori per la stabilità finanziaria sembrano risiedere nel medio periodo. Grazie alla solidità dei bilanci e all'attuale livello dei profitti, i sistemi finanziari appaiono in grado di far fronte ai possibili fattori di stress a breve termine. Le fonti di vulnerabilità potenzialmente più importanti sono di natura indiretta e restano legate agli sviluppi macroeconomici. Le conseguenze dei rischi assunti in precedenza, sotto forma di esposizioni connesse con gli investimenti immobiliari e con il boom dei finanziamenti con capitale di prestito, dipendono in modo cruciale dall'andamento futuro dei tassi di interesse e dalle condizioni economiche complessive. Una svolta nel ciclo creditizio e un deterioramento più generale della congiuntura economica, compresa una flessione della spesa delle famiglie, rimangono i fattori chiave della vulnerabilità a più lungo termine.

La globalizzazione finanziaria ha rappresentato una tendenza strutturale di primaria rilevanza con importanti implicazioni per l'assetto organizzativo, le scelte strategiche e il profilo di rischio delle imprese bancarie. Le politiche di espansione perseguite da queste ultime attraverso acquisizioni transfrontaliere ed esposizioni sui mercati esteri hanno dato origine a una fitta rete di flussi di capitali internazionali che offre opportunità di profitto e diversificazione. Tali strategie comportano tuttavia vari rischi collegati alla performance sia dei singoli intermediari sia delle economie nazionali. Pertanto, l'internazionalizzazione dell'attività bancaria ha ripercussioni significative anche per le strutture di vigilanza e per il dosaggio degli strumenti di *policy*.

Performance del settore finanziario

Il buon andamento complessivo delle imprese finanziarie nel periodo in esame ha beneficiato perlopiù degli stessi fattori che avevano determinato i risultati positivi degli ultimi anni. Il favorevole contesto macroeconomico ha consentito alle istituzioni di trarre vantaggio dalle accresciute opportunità di diversificazione offerte dai nuovi strumenti per il trasferimento del rischio di credito, dal rapido processo di innovazione nei mercati finanziari e dalle ulteriori misure

di contenimento dei costi. Il diffuso ottimismo del settore riguardo alla remunerazione del rischio ha finora trovato supporto nel clima creditizio favorevole e nei generosi proventi realizzati con l'ingresso in nuove aree operative. Il sistema finanziario nel suo insieme è stato capace di affrontare con efficacia i problemi sorti a livello di singole imprese o di specifici mercati, il che testimonia dell'esistenza di confortevoli margini di sicurezza e di un sufficiente grado di flessibilità nel reagire agli shock. Tuttavia, i risultati difforni conseguiti in vari segmenti, insieme alla generale tendenza verso un maggiore indebitamento e politiche più aggressive di assunzione del rischio, indicano altresì che tali attributi positivi potrebbero essere messi seriamente alla prova nel medio periodo.

Banche commerciali

Lo scorso anno le banche commerciali hanno registrato risultati complessivamente solidi. I profitti sono rimasti in genere su livelli sostenuti, grazie alla domanda crescente di credito, alle modeste perdite per insolvenze e alla scarsa volatilità della curva dei rendimenti (tabella VII.1).

Le banche europee hanno continuato a perseguire strategie di espansione basate sull'offerta di servizi generatori di commissioni destinati alle famiglie e alla clientela al dettaglio. L'andamento del credito è rimasto alquanto sostenuto ovunque, sebbene il suo ritmo abbia iniziato a flettere in paesi come la Spagna, dove da qualche tempo si situava ai livelli massimi (grafico VII.1). Le indagini paiono inoltre evidenziare un rilassamento dei criteri di fido applicati alle famiglie e alle imprese. Le pressioni concorrenziali e l'accesso a fonti

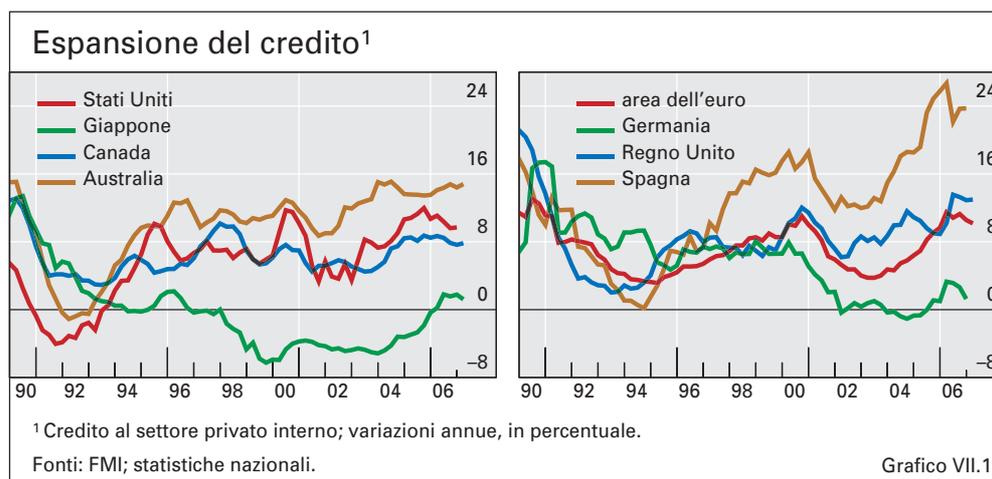
In Europa continua il processo di espansione ...

Redditività delle maggiori banche ¹												
In percentuale sul totale medio dell'attivo												
	Utili lordi di imposta			Oneri per accantonamenti			Margine di interesse netto			Costi operativi		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Stati Uniti (10)	1,84	1,89	1,83	0,19	0,17	0,18	2,78	2,65	2,51	3,46	3,25	3,10
Canada (5)	1,22	1,01	1,32	0,06	0,10	0,10	1,97	1,79	1,64	2,92	3,00	2,56
Giappone (13)	0,34	0,73	0,94	0,55	0,14	0,09	0,95	0,85	0,97	1,70	1,29	1,37
Australia ² (4)	1,48	1,39	1,61	0,18	0,13	0,13	2,09	1,68	1,96	2,18	1,62	1,64
Regno Unito ³ (9)	0,95	0,87	0,98	0,20	0,23	0,27	1,21	1,07	1,13	1,69	1,58	1,68
Svizzera (5)	0,73	0,68	0,84	-0,01	-0,02	-0,01	0,96	0,68	0,45	2,72	2,34	1,72
Svezia ² (3)	0,91	0,90	1,03	0,02	0,01	0,01	0,99	0,88	0,76	1,21	1,07	1,12
Austria ² (3)	0,78	0,85	1,64	0,34	0,31	0,38	1,83	1,64	1,90	2,41	2,09	2,40
Germania ⁴ (9)	0,13	0,37	0,47	0,22	0,08	0,09	0,72	0,63	0,66	1,41	1,15	1,19
Francia ³ (6)	0,65	0,67	0,86	0,08	0,05	0,06	0,86	0,83	0,81	1,49	1,94	1,43
Italia ² (5)	0,87	1,05	1,15	0,41	0,24	0,32	1,99	1,70	2,14	2,83	2,11	2,54
Paesi Bassi ² (4)	0,50	0,59	0,55	0,08	0,05	0,10	1,26	1,10	1,14	1,51	1,30	1,45
Spagna ² (5)	0,89	1,18	1,51	0,24	0,23	0,34	1,47	1,55	1,78	1,78	1,80	2,12

¹ Le cifre tra parentesi indicano il numero di banche considerate per il 2006. ² Tutti i dati si basano sugli IFRS. ³ I dati del 2005 e del 2006 si basano sugli IFRS, quelli del 2004 su una combinazione di GAAP locali e IFRS. ⁴ I dati si basano su una combinazione di IFRS e GAAP locali.

Fonte: Fitch Ratings.

Tabella VII.1



alternative di provvista hanno indotto ad allentare le clausole di salvaguardia sui prestiti, specie quelli concessi a società impegnate in fusioni e acquisizioni. A tale tendenza può aver contribuito l'accresciuta capacità dei prestatori di ridurre l'esposizione al rischio creditizio mediante gli strumenti derivati, le cartolarizzazioni o la cessione di prestiti su un mercato secondario in rapido sviluppo. Comunque, nella maggior parte dei paesi le banche non sembrano incontrare difficoltà nel gestire le insolvenze. Anzi, gli accantonamenti sono generalmente bassi e decrescenti. Nei paesi in cui si sono realmente manifestati segni di un deterioramento qualitativo dei portafogli, come Regno Unito e Spagna, le banche hanno saputo preservare buoni livelli reddituali.

... e di consolidamento delle banche

Le istituzioni europee hanno proseguito il processo di consolidamento. In paesi come la Germania e l'Italia le operazioni sono state favorite dalla rimozione di ostacoli effettivi e presunti alle fusioni societarie e, nel caso dell'Italia, hanno costituito il fattore singolo più importante alla base della performance delle azioni bancarie. La progettata fusione transfrontaliera fra alcune delle maggiori banche europee potrebbe a sua volta stimolare operazioni di questo tipo fra aziende concorrenti. Tuttavia, per gran parte del periodo in esame le banche acquirenti hanno soprattutto mirato a sfruttare le opportunità di rapida crescita offerte dall'insediamento nei paesi recentemente entrati a far parte dell'Unione europea e nelle economie emergenti dell'Europa sudorientale.

Negli Stati Uniti profitti senza precedenti, ma in apparente rallentamento

Le banche statunitensi sono rimaste solide e redditizie, ma alcuni indizi lasciano prefigurare un rallentamento della crescita dei profitti. Sebbene quello in esame sia stato il sesto anno consecutivo di utili record, è leggermente diminuita la redditività media misurata sugli impieghi e sul capitale proprio, mentre nella seconda parte dell'anno è parsa rallentare la crescita dei profitti totali. Ciò è attribuibile soprattutto all'ulteriore compressione del margine di interesse e al calo dell'attività nel settore immobiliare e dei connessi ricavi sul credito ipotecario. L'effetto è stato più pronunciato nel caso delle aziende minori, mentre le grandi banche sono meglio riuscite a integrare i proventi da interessi con una più ampia gamma di altre fonti reddituali. Le istituzioni continuano a essere ben capitalizzate ma, per quanto gli oneri per accantonamenti siano rimasti a livelli molto bassi, le sofferenze e le svalutazioni sono

leggermente aumentate, specie nelle categorie di prestiti che avevano registrato i più forti tassi di incremento negli ultimi anni. Più di recente pare esservi stato un inasprimento degli standard creditizi nel comparto al dettaglio, verosimilmente in risposta alle crescenti indicazioni secondo cui i livelli di indebitamento starebbero mettendo sotto pressione i bilanci delle famiglie a più alto rischio (Capitolo II). Al tempo stesso, le indagini di mercato sembrano evidenziare un allentamento delle condizioni applicate alle imprese.

Le banche giapponesi hanno ottenuto risultati finanziari positivi per il secondo anno consecutivo, senza tuttavia migliorare la performance rispetto all'esercizio precedente. I minori utili operativi sono imputabili all'ulteriore erosione dei margini e alla perdurante debolezza della domanda di credito. Dopo aver recuperato stabilità sul fronte interno le istituzioni nipponiche hanno esplorato nuove opportunità di espansione all'estero, specie in Asia. Il settore pubblico ha proseguito la dismissione di partecipazioni bancarie mediante privatizzazioni e modifiche nell'assetto delle istituzioni di proprietà statale.

Stabilità in Giappone

Banche d'affari

Le banche d'affari hanno messo a segno un nuovo anno di profitti eccezionali. I fattori principali della crescita dei proventi sono stati i servizi di consulenza alle imprese e di *prime brokerage*, nonché le attività in proprio, comprese quelle associate alle operazioni di *private equity*. Gli elevati profitti sono stati sostenuti nel breve periodo da un'accresciuta propensione al rischio delle maggiori istituzioni internazionali.

I profitti record delle banche d'affari ...

Il periodo in esame ha rappresentato un anno record anche per le operazioni di fusione e acquisizione, grazie in parte al boom dell'attività dei fondi di *private equity* (Capitolo VI). Oltre che dalla riscossione di commissioni, le banche d'affari hanno tratto vantaggio da tale attività in vari altri modi. Infatti, le istituzioni maggiori hanno appoggiato le operazioni non soltanto offrendo finanziamento creditizio ai fondi acquirenti, ma in molti casi partecipando anche come investitori con l'impiego di capitale proprio. L'attività di sottoscrizione sul mercato mobiliare ha pure concorso in misura significativa alla crescita dei ricavi (grafico VII.2), sebbene il contesto economico abbia favorito le grandi banche con operatività globale a scapito di quelle minori.

... sostenuti dal boom delle fusioni societarie ...

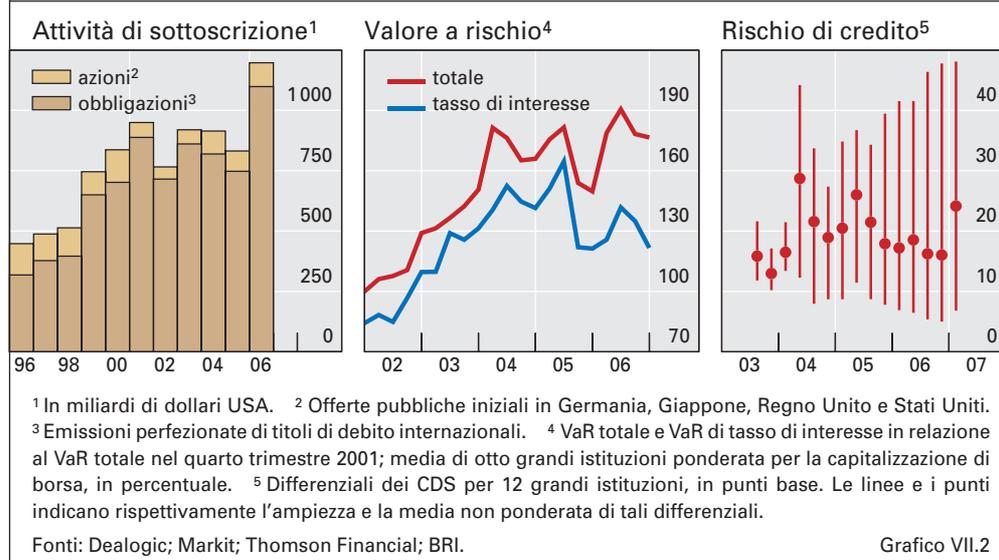
Altre importanti fonti di reddito sono state per qualche tempo la negoziazione in proprio e la partecipazione a operazioni di finanza strutturata. Le maggiori istituzioni americane hanno ottenuto guadagni record da tali attività, riuscendo a far salire la redditività del capitale (ROE) a oltre il 20%. Le banche universali si sono avvalse maggiormente della loro posizione di forza nella gestione di portafogli e di patrimoni per ottenere risultati simili, anche se di poco inferiori. La liquidità del mercato in generale e l'intensa attività di negoziazione dei clienti, fra cui anche i fondi speculativi, hanno fatto lievitare i proventi degli istituti con più sviluppate funzioni di mercato.

... e dall'attività in proprio ...

La crescita dei profitti si è accompagnata a una maggiore assunzione di rischio. Le cifre pubblicate del valore a rischio (*value-at-risk*, VaR) per le maggiori banche d'affari sono quasi raddoppiate dal 2002 (grafico VII.2). Considerato il contesto di bassa volatilità, questo aumento sta a indicare una crescente propensione al rischio, anche se il rapporto fra VaR e capitale

... si accompagnano a una maggiore assunzione di rischio

Indicatori dell'attività e del rischio delle banche d'affari



proprio è rimasto relativamente costante. Del pari, nel 2007 è cresciuto in misura sensibile il rischio di credito collegato alle obbligazioni in essere di molte di queste istituzioni, come risulta dai premi sui *credit default swap*, a indicazione dei timori delle controparti per i rischi potenziali delle strategie di investimento nell'eventualità di una svolta nelle condizioni di mercato.

Fondi speculativi

Gli *hedge fund* proseguono nelle precedenti tendenze:

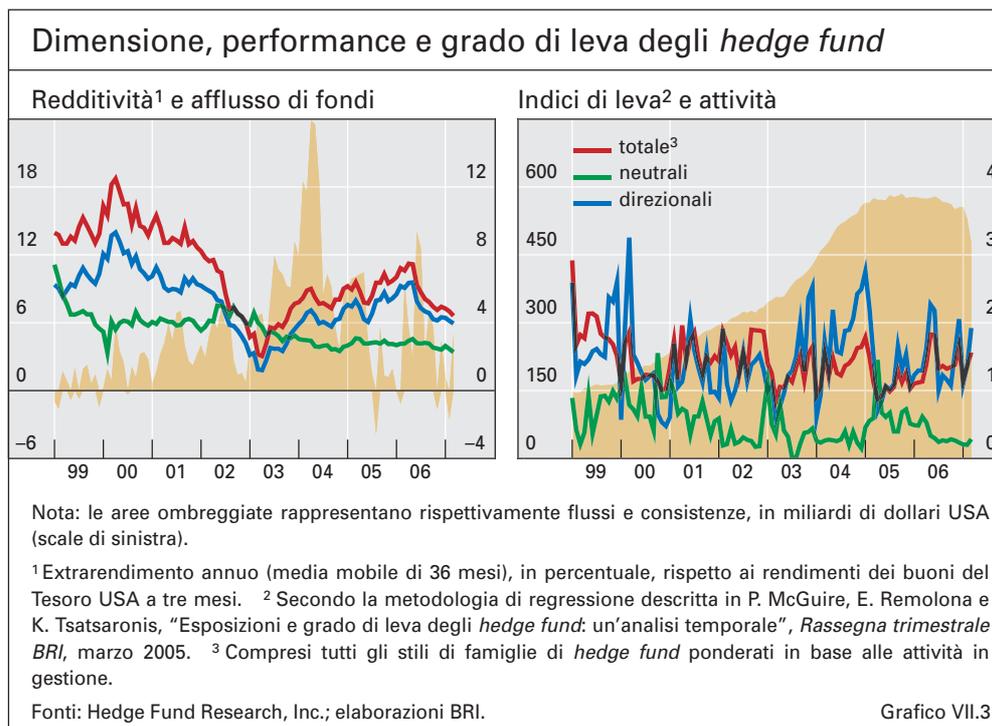
L'andamento nel settore dei fondi speculativi, o *hedge fund*, non si è discostato in modo significativo da quello dell'anno precedente. L'ulteriore modesta performance degli investimenti, che ha fatto da cornice al clamoroso fallimento di un grande fondo, è andata di pari passo con la più lenta crescita del settore. Nel contempo, è proseguita la tendenza verso una crescente istituzionalizzazione, unitamente alle continue richieste di maggiore trasparenza sulle attività dei fondi.

moderati rendimenti e afflussi di risorse ...

Nel complesso, la performance media è rimasta mediocre nel periodo in esame (grafico VII.3, diagramma di sinistra). Molti fondi hanno incontrato serie difficoltà nel secondo trimestre 2006 e, benché i rendimenti abbiano segnato un leggero recupero nel quarto trimestre, essi sono di nuovo calati nei tre mesi successivi. Gli afflussi netti sono stati variabili durante gran parte del periodo, per poi diventare leggermente negativi verso la fine del 2006. L'interesse degli investitori per questo comparto pare essersi affievolito negli ultimi due anni e il numero di fondi che hanno cessato l'attività ha sopravanzato quello dei fondi di nuova creazione.

... rischi più elevati ...

La ricerca di opportunità di profitto ha attirato gli *hedge fund* verso molti dei mercati in forte crescita per il trasferimento dei rischi, e in particolare quelli inerenti al rischio di credito. I fondi sono diventati importanti fornitori di liquidità per questi mercati attraverso un'intensa attività di negoziazione, mentre la loro disponibilità ad assumere rischio ha favorito le operazioni di



copertura delle istituzioni più orientate alla creazione e gestione delle attività sottostanti. Sotto la spinta delle accresciute pressioni concorrenziali e grazie alle favorevoli condizioni di finanziamento, il settore ha incrementato il grado di leva finanziaria rispetto al recente passato, nell'intento di potenziare i rendimenti (grafico VII.3, diagramma di destra).

La combinazione di uno stile di investimento opportunistico con il forte ricorso all'indebitamento ha destato i timori di alcuni analisti circa la capacità degli *hedge fund* di sopportare condizioni di mercato più difficili. In effetti, il fallimento di un grande fondo in seguito alle eccessive posizioni speculative assunte sul mercato del gas naturale ha richiamato l'attenzione sulla potenziale fragilità della loro strategia finanziaria. In questa circostanza particolare, tuttavia, gli operatori del mercato si sono mostrati disposti a contribuire a una liquidazione ordinata di dette posizioni, cosicché il dissesto non ha avuto ripercussioni di carattere generale.

Un importante sviluppo nel settore è stata la tendenza verso una maggiore trasparenza. Alcune delle principali società di gestione dei fondi hanno chiesto l'ammissione al listino di borsa oppure fornito informazioni sulla loro operatività nel quadro del collocamento di obbligazioni presso il pubblico. Le agenzie specializzate sono inoltre pronte a pubblicare rating di controparte per i fondi speculativi. Sul versante ufficiale continua l'azione mirata a una regolamentazione più formale della sorveglianza sull'attività del settore.

... e pressioni per una migliore informativa

Compagnie di assicurazione

Durante il periodo in rassegna è migliorata la situazione delle imprese di assicurazione. Le più favorevoli condizioni di mercato hanno rafforzato i bilanci

in tutti i settori, e il ramo danni ha fatto segnare una spettacolare ripresa rispetto al difficile contesto di un anno prima.

Nel comparto vita il buon andamento dei mercati azionari e il leggero aumento dei tassi di interesse hanno migliorato i conti e stimolato la domanda di polizze (grafico VII.4). Negli Stati Uniti è proseguita la forte crescita delle vendite di contratti individuali a rendita variabile, grazie all'ascesa delle borse e al numero crescente dei pensionati. In Francia l'aumento della raccolta premi è dovuto soprattutto alle polizze *unit-linked*, mentre nel Regno Unito il mercato dei vitalizi ha beneficiato della sostenuta domanda dei fondi pensione. Si è invece arrestata l'espansione della raccolta premi in Giappone, poiché l'accresciuta domanda di rendite individuali non è riuscita a compensare il calo registrato nei contratti di assicurazione vita individuali.

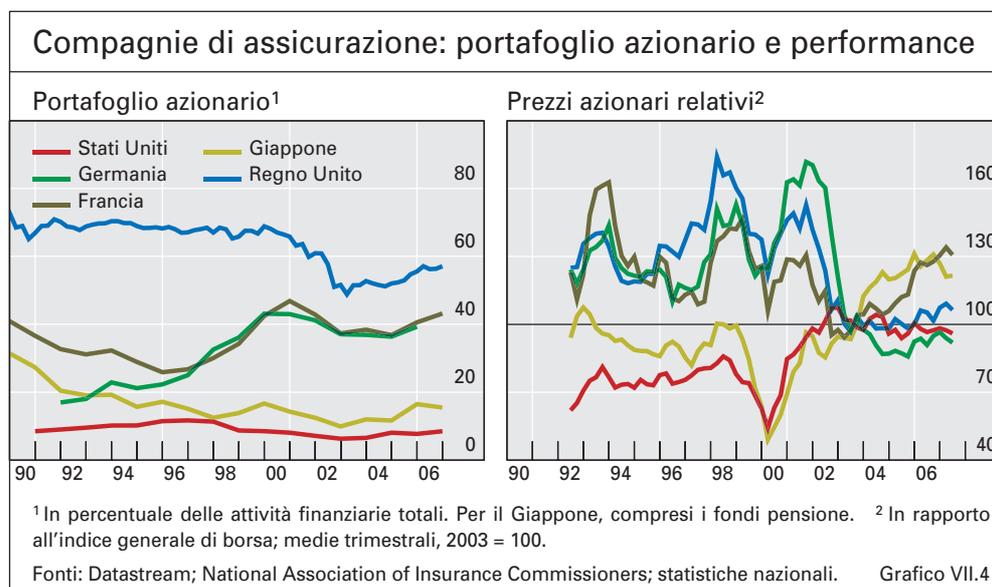
I rendimenti a lungo termine relativamente bassi rappresentano un problema per le assicurazioni del settore vita, specie in presenza di polizze che prevedono rendite minime garantite. Le curve dei rendimenti piatte non incoraggiano la domanda di prodotti del tipo risparmio, mentre i bassi saggi di interesse a lunga innalzano il costo del loro finanziamento. Pertanto, le compagnie devono basarsi maggiormente sulla vendita di prodotti del tipo investimento. Data la forte esposizione verso il mercato finanziario, un'eventuale svolta nel ciclo creditizio e una sfavorevole dinamica delle condizioni macroeconomiche globali metterebbero in serio pericolo la capacità reddituale del settore.

Le compagnie del ramo danni si sono ben riprese dall'esercizio 2005, gravato da una fortissima crescita degli esborsi per sinistri a causa di una serie di catastrofi naturali. Negli Stati Uniti e nelle Bermuda la maggior parte degli assicuratori e riassicuratori di danni materiali e personali ha fatto registrare una decisa inversione di tendenza, poiché l'inasprimento dei premi, il basso livello dei sinistri e la buona performance degli investimenti hanno potenziato gli utili e gli indici di redditività. In Europa la crescita della raccolta

La posizione delle assicurazioni vita rimane solida ...

... malgrado la bassa redditività

Le assicurazioni del ramo danni segnano un recupero ...



premi nel ramo danni è stata invece più modesta, mentre le compagnie giapponesi hanno accusato un calo dei profitti netti in seguito ai maggiori rimborsi di danni collegati ai tifoni e alle minusvalenze di portafoglio.

Sebbene nel 2006 la stagione degli uragani sia stata piuttosto clemente, per i prossimi anni si prevede che negli Stati Uniti i sinistri dovuti a questo tipo di eventi eccederanno la media ante 2005. Lo scorso anno il più alto livello di rischio ha fatto salire i premi e limitato la capacità globale di riassicurazione. Per superare tali vincoli di capacità e far fronte più agevolmente a disastri naturali di vaste proporzioni, gli assicuratori del ramo danni continueranno verosimilmente a potenziare le proprie risorse di capitale.

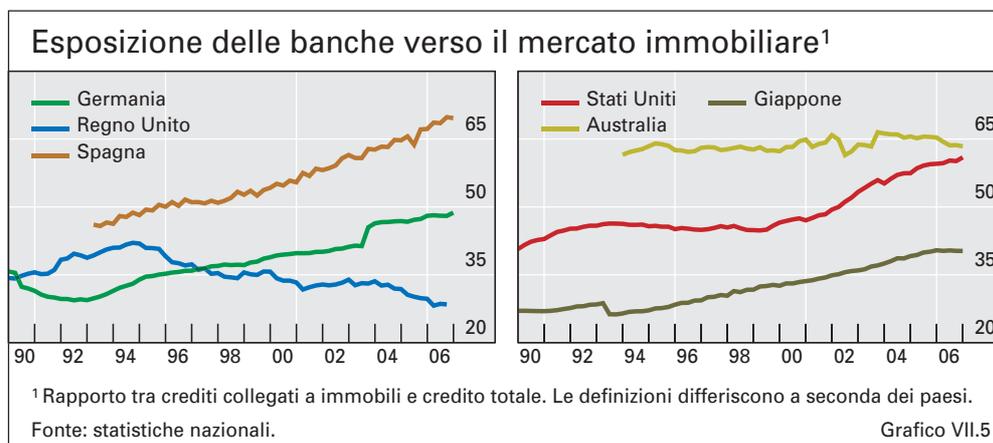
... ma i rischi attesi restano considerevoli

Vulnerabilità

Le principali fonti di rischio per il sistema finanziario risiedono probabilmente negli eccessi dei precedenti anni di crescita, anche se gli effetti potrebbero esplicarsi soltanto nel medio periodo. La forte esposizione verso il mercato immobiliare, l'espansione delle operazioni ad alto grado di leva, per esempio nel comparto in rapida crescita delle operazioni di *private equity*, nonché un deterioramento nel ciclo creditizio, sono tutti importanti fattori di potenziale fragilità. A breve termine, la perdurante buona performance del settore finanziario fa ben sperare nella capacità del sistema di sopportare i prevedibili shock avversi. Nel più lungo periodo, la gravità delle tensioni dipenderà in maniera cruciale dai futuri sviluppi macroeconomici.

Esposizione verso il mercato immobiliare

Un eventuale cedimento dei mercati immobiliari rappresenta un significativo elemento di rischio per la stabilità finanziaria. Da vari anni il finanziamento della proprietà immobiliare costituisce un'importante area di attività e una rilevante fonte di reddito per le banche in molti paesi (grafico VII.5). Il boom dei mercati dei titoli basati sulla cartolarizzazione dei mutui ipotecari ha fortemente ampliato l'esposizione diretta e indiretta verso il mercato immobiliare in tutto il sistema finanziario. Tale evoluzione è in gran parte riferibile ai fabbricati residenziali. I mercati degli immobili commerciali appaiono meno



esuberanti, sebbene quelli delle connesse attività di investimento restino comunque esposti al rischio di contagio da parte del comparto residenziale (Capitolo VI).

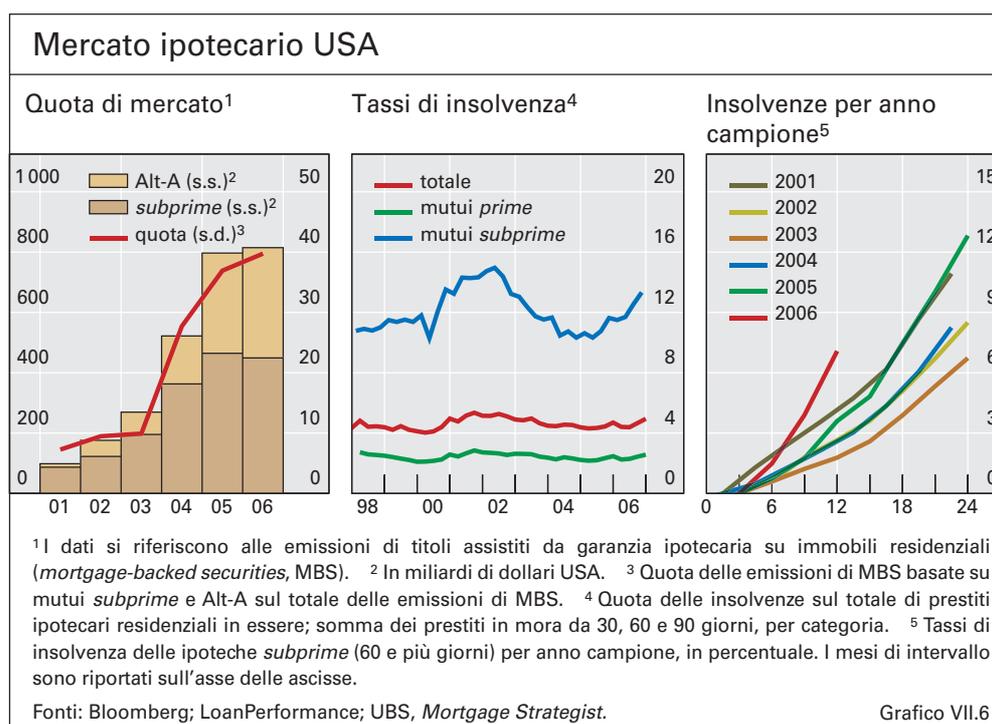
Immobili residenziali

In molti paesi la forte ascesa dei prezzi degli immobili residenziali è stata in ampia misura sorretta dai bassi tassi di interesse e si è accompagnata a una rapida espansione del credito ipotecario alle famiglie. Questo comparto ha anche rappresentato una cospicua fonte di reddito da commissioni per le istituzioni prestatrici. Inoltre, il favorevole clima economico ha fatto sì che i costi derivanti dalle insolvenze siano rimasti su livelli storicamente bassi, inducendo le banche e gli altri prestatori ad allentare ulteriormente i criteri per la concessione dei mutui. La modesta incidenza delle perdite ha altresì favorito lo sviluppo dei mercati della finanza strutturata per i prestiti ipotecari su fabbricati abitativi, stimolando l'interesse degli investitori per i titoli collegati ai flussi monetari generati da tali crediti.

L'intensa attività di cartolarizzazione ha comportato una maggiore dispersione delle esposizioni fra gli operatori del mercato, ma ha anche distorto gli incentivi dei prestatori originari, specie negli Stati Uniti. Data l'accresciuta enfasi posta sul reddito direttamente collegato al volume dei prestiti erogati, spesso la cartolarizzazione ha condotto a un rilassamento degli standard. Inoltre, è probabile che le crescenti pressioni concorrenziali e le aspettative estrapolative circa la dinamica dei prezzi delle abitazioni abbiano causato una sottovalutazione del rischio ipotecario, uno spostamento verso i contratti a tasso variabile tendenti a mantenere bassi gli oneri per il servizio nei primi anni di vita del mutuo e un boom nel comparto delle ipoteche a più alto rischio (grafico VII.6, diagramma di sinistra). Di conseguenza, il leggero

L'esuberanza dei mercati delle abitazioni ...

... e i criteri di fido meno stringenti ...



aumento dei tassi di interesse ha riguardato una quota maggiore delle ipoteche in essere rispetto al passato. Sono aumentati i casi di morosità, specie nell'ambito dei prestiti più recenti erogati a categorie di mutuatari ad alto profilo di rischio, il cui accesso al finanziamento era soggetto a forti limitazioni in passato (grafico VII.6, diagramma di destra).

L'evoluzione futura dei tassi di interesse, dei prezzi delle abitazioni e delle condizioni economiche generali avrà un ruolo cruciale nell'attenuare ovvero nell'acuire tali rischi. I tassi di interesse influenzeranno il costo per il servizio dei mutui esistenti e la domanda di nuovi prestiti, mentre la situazione economica avrà un impatto sui redditi delle famiglie (Capitolo II). Le vendite forzate potrebbero accrescere lo stock di abitazioni offerte sul mercato, esercitando ulteriori pressioni al ribasso sui prezzi.

... rappresentano fattori di rischio

Immobili commerciali

Nella maggior parte dei paesi i mercati degli immobili non residenziali paiono trovarsi in una fase ascendente del ciclo. L'assorbimento dei nuovi fabbricati è stato ingente, la quota degli stabili inoccupati è scesa da valori elevati, mentre i prezzi hanno recuperato rispetto a livelli generalmente bassi (tabella VII.2).

Prezzi degli immobili commerciali ¹							
	Variazione nominale ²			Livello ³	Per memoria: quota dei locali inoccupati ⁴		
	1997-2005	2005	2006	2006	2004	2005	2006
Stati Uniti	2,9	12,0	12,3	42,3	16,0	13,9	12,6
Giappone	-7,9	10,5	19,6	19,2	6,0	3,9	3,0
Germania	-1,5	-4,9	-5,2	36,2	11,4	11,6	9,9
Regno Unito	3,8	13,4	17,2	69,4	9,8	7,3	5,7
Francia	4,2	6,2	15,0	71,5	6,6	6,5	5,1
Canada	2,8	9,1	13,2	59,5	14,4	12,1	10,5
Spagna	1,4 ⁵	5,0	7,6	98,6	8,4	6,1	3,4
Paesi Bassi	2,5	0,1	4,3	80,9	12,0	13,6	11,7
Australia	4,2	10,9	2,6	54,5	11,5	7,2	8,3
Svizzera	1,2	2,1	0,0	61,0	9,0	11,5	10,9
Svezia	2,8	5,6	9,5	48,5	17,6	16,8	15,4
Norvegia	1,6	6,3	10,8	63,8	11,0	9,0	8,2
Danimarca	7,8	19,8	9,0	100,0	10,3	7,9	5,0
Finlandia	4,2	11,9	12,0	80,3	9,5	9,0	8,1
Irlanda	12,0	16,7	21,7	100,0	16,7	15,2	12,0

¹ Per Australia e Danimarca, immobili di prim'ordine nelle principali città; per il Giappone, prezzi dei terreni commerciali di sei vaste aree urbane. ² Variazioni annue, in percentuale. ³ Periodo di massimo dei prezzi degli immobili commerciali depurati dell'inflazione = 100. ⁴ Superfici a uso ufficio immediatamente disponibili (comprese le sublocazioni) in fabbricati finiti in un dato mercato, in percentuale dello stock totale. 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. ⁵ Tra il 2001 e il 2005.

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

Tabella VII.2

Aumenta l'esposizione verso il mercato degli immobili commerciali ...

I crediti delle banche commerciali a questo settore sono aumentati fortemente in diversi paesi, destando in alcuni casi la preoccupata attenzione degli organi di vigilanza. Nell'arco degli ultimi cinque anni le banche statunitensi hanno pressoché raddoppiato i finanziamenti di immobili commerciali, che a settembre 2006 totalizzavano il 14% degli impieghi totali. La crescita ha interessato soprattutto le banche medio-piccole, dove tali crediti rappresentano oltre il triplo del capitale ponderato per il rischio. Le autorità di vigilanza giapponesi hanno messo in guardia i prestatori contro una crescita indiscriminata delle esposizioni verso il settore in questione.

... ma per ora il settore dà prova di buona tenuta

Il comparto degli strumenti negoziabili ha registrato una performance eccezionalmente brillante. Durante il passato triennio le azioni delle società di investimento nel settore degli immobili commerciali hanno fruttato guadagni annui intorno al 15-20%, divenendo così una categoria di attività ambita dagli investitori in cerca di più elevati rendimenti. Questi sembrano tuttavia essere dovuti soprattutto alle plusvalenze di capitale, giacché i proventi locativi sono rimasti stazionari o sono addirittura calati in certi mercati, come il Regno Unito e gli Stati Uniti. Pertanto, è possibile che un acuirsi delle tensioni sul mercato delle ipoteche residenziali cartolarizzate si ripercuota sui mercati degli strumenti negoziabili collegati all'investimento immobiliare non abitativo.

Finanziamento debitorio

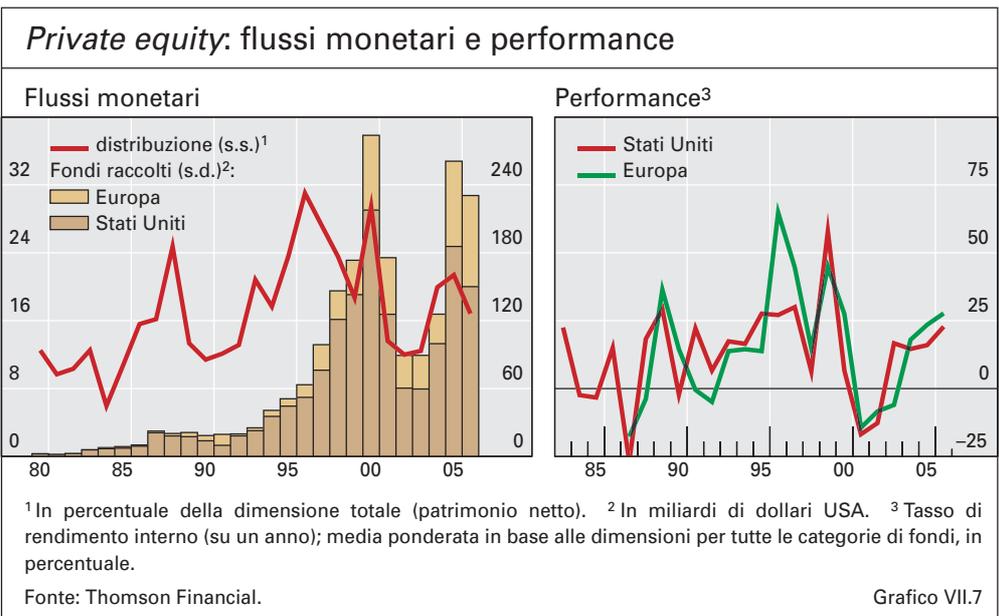
Un aspetto che contrassegna l'attività del settore finanziario da diversi anni è l'accresciuto ricorso alla leva finanziaria per aumentare i rendimenti. Ne sono due esempi il boom nelle operazioni dei fondi di *private equity* e la graduale tendenza degli *hedge fund* a spostarsi verso strategie con crescente indice di indebitamento. In entrambi i casi il fenomeno ha interessato un numero relativamente ristretto di operatori, ma in un contesto caratterizzato da standard creditizi meno stringenti vi è il pericolo che si generalizzi.

Si intensifica il boom delle operazioni di *private equity* ...

Lo scorso anno la forte espansione delle operazioni di *private equity* si è ulteriormente intensificata. Sono ancora aumentati il numero delle transazioni perfezionate e – aspetto importante – il loro ammontare medio (Capitolo VI). I fondi di *private equity* hanno mirato a società di maggiori dimensioni, spesso attraverso la messa in comune di risorse mediante consorzi. La più sostenuta attività si è accompagnata a migliori risultati (grafico VII.7), benché questi derivino verosimilmente in ampia misura da precedenti scelte di investimento. Di conseguenza, i gestori hanno potuto raccogliere un volume quasi record di capitali forniti da investitori alla ricerca di più alti rendimenti, fra cui molti fondi pensione e fondi di *hedge fund*. Alcuni degli operatori maggiori hanno emesso, o intendono emettere, azioni quotate per avere accesso a una fonte permanente di capitale.

... alimentato da un facile accesso al credito

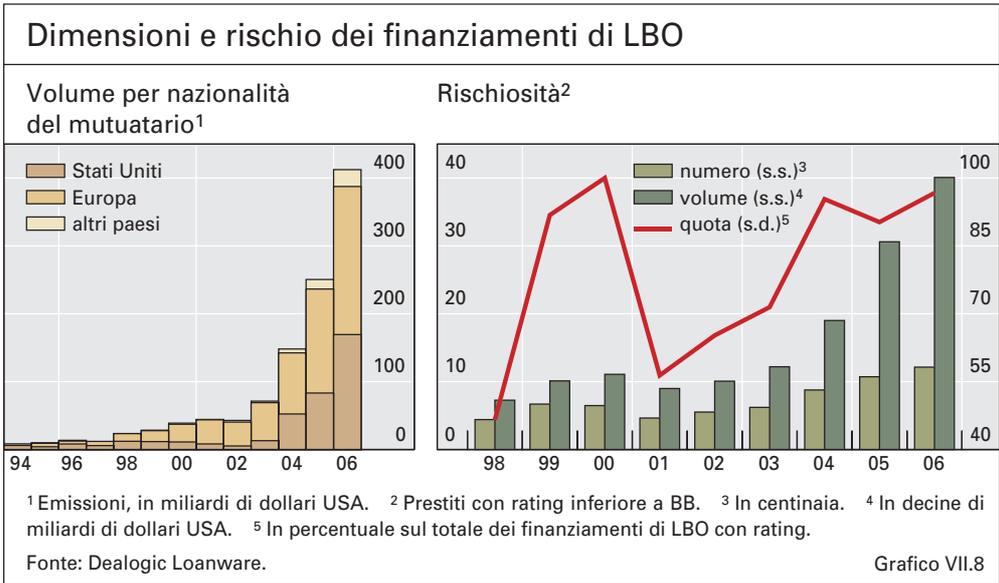
Al boom del settore *private equity* hanno contribuito in modo determinante le agevoli condizioni creditizie. I fondi hanno emesso un ammontare di debito senza precedenti per finanziare le loro acquisizioni. Lo scorso anno il volume dei prestiti internazionali sindacati relativi a operazioni di *leveraged buyout* (LBO) è salito del 70%. Anche se la crescita maggiore si è registrata negli Stati Uniti, i nuovi prestiti sono andati prevalentemente a mutuatari europei (grafico VII.8, diagramma di sinistra). A quanto risulta, il grado di leva



di tali operazioni è progressivamente aumentato, poiché i fondi hanno potuto ottenere finanziamenti a condizioni più favorevoli, ad esempio mediante contratti recanti clausole di salvaguardia assai meno restrittive per il mutuatario. Congiuntamente, questi fattori hanno determinato una fortissima crescita dei prestiti di qualità “speculativa” che rappresentano ben il 90% di tutti i prestiti erogati a fronte di LBO durante gli ultimi due anni (grafico VII.8, diagramma di destra).

Il grado di leva finanziaria raggiunto dalle operazioni di *private equity* ha sollevato questioni riguardo alla sua sostenibilità a più lungo termine. La struttura finanziaria delle società acquisite viene modificata attraverso le cosiddette *leveraged recapitalisation* (riacquisti di azioni proprie finanziati con debito), che accrescono il reddito degli acquirenti a scapito del capitale dell’impresa bersaglio. È questo un elemento chiave della strategia finanziaria dei fondi, che può in parte spiegare la loro ottima performance. Tuttavia,

Il più alto grado di leva ...



tale strategia si basa sulla disponibilità di credito a basso costo, e la solidità finanziaria (e solvibilità) delle società acquisite sarebbe seriamente in pericolo in caso di peggioramento del clima creditizio ed economico. Sebbene la sostituzione di capitale con debito appaia perlopiù circoscritta alle imprese oggetto di LBO (Capitolo VI), si teme che l'espandersi di queste operazioni spinga anche altre società ad accrescere il grado di leva, sia per difendersi da scalate, sia per cercare di portare la redditività del capitale ai livelli delle imprese bersaglio dei fondi di *private equity*.

... e la mancanza di trasparenza accrescono il rischio complessivo

Un'altra fonte di preoccupazione è la relativa opacità delle società ritirate dal listino. I minori requisiti di informativa prescritti per le imprese non quotate in borsa limitano lo scrutinio operato dal mercato sulla loro gestione, mentre la crescente dimensione delle acquisizioni pone in primo piano la questione dell'adeguatezza delle strutture di governo aziendale nelle società fuori listino.

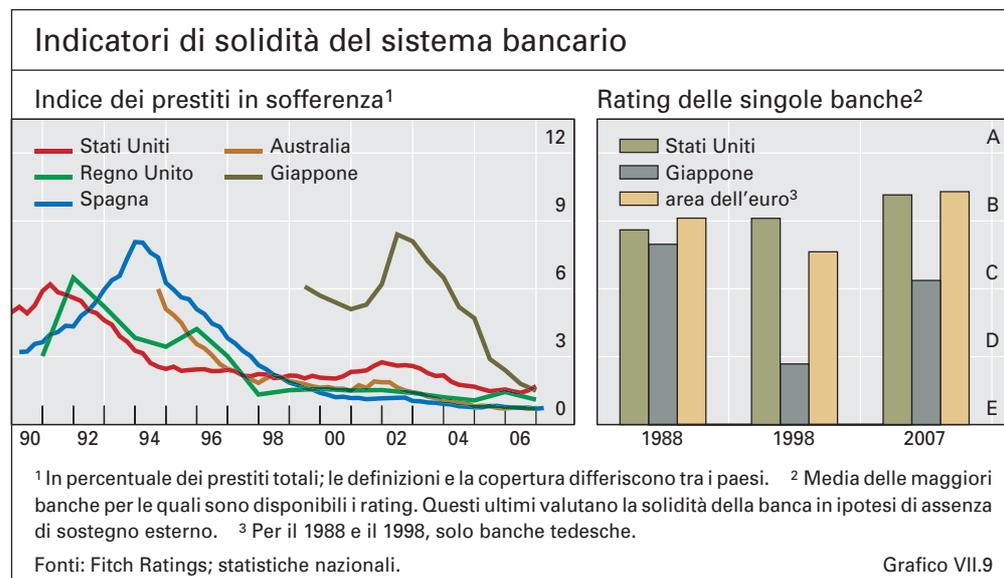
Preoccupazioni analoghe concernono l'attività dei fondi speculativi. I più elevati indici di leva (grafico VII.3), assieme alla relativa opacità, fanno temere che eventuali problemi nel settore possano propagarsi all'intero sistema finanziario. Le controparti potrebbero aver sottostimato la rischiosità di singoli fondi e la fragilità complessiva dei mercati in cui essi operano.

Ciclo del credito

Dato il ruolo fondamentale svolto dal favorevole clima creditizio nel sostenere la performance del settore finanziario negli ultimi anni, una possibile svolta nel ciclo del credito rappresenta in prospettiva un'importante fonte di rischio. Le strategie di investimento che presuppongono il permanere di bassi spread e l'ascesa dei prezzi delle attività sono fortemente esposte a un aumento delle insolvenze. L'interazione fra il ciclo del credito e le condizioni macroeconomiche complessive sarà fondamentale per la stabilità finanziaria di medio periodo.

Le favorevoli condizioni creditizie ...

I costi di finanziamento bassi e calanti sono stati un fattore determinante dei risultati ottenuti dalle istituzioni finanziarie. In molti paesi il livello dei crediti in sofferenza nei portafogli bancari si situa ai minimi storici (grafico VII.9),



contribuendo, unitamente ai minori accantonamenti, all'elevata redditività del settore. Tale contesto propizio, assieme ai bassi tassi di interesse, ha favorito la copiosa offerta di fondi su cui si è basata la forte espansione dei mercati dei prodotti creditizi strutturati e delle operazioni ad alta leva finanziaria.

Per molti aspetti, tali condizioni potrebbero essere considerate eccezionali alla luce dell'esperienza del recente ciclo economico. Il lungo periodo di crescita iniziato a metà degli anni novanta è stato interrotto solo per breve tempo da una flessione relativamente mite agli inizi di questo decennio dopo lo scoppio della bolla tecnologica. In quell'occasione, il sistema finanziario fu in grado di sopportare senza grossi problemi una serie di insolvenze societarie grazie alla crescente domanda di credito delle famiglie e agli effetti benefici dei più efficaci meccanismi per il trasferimento del rischio di credito.

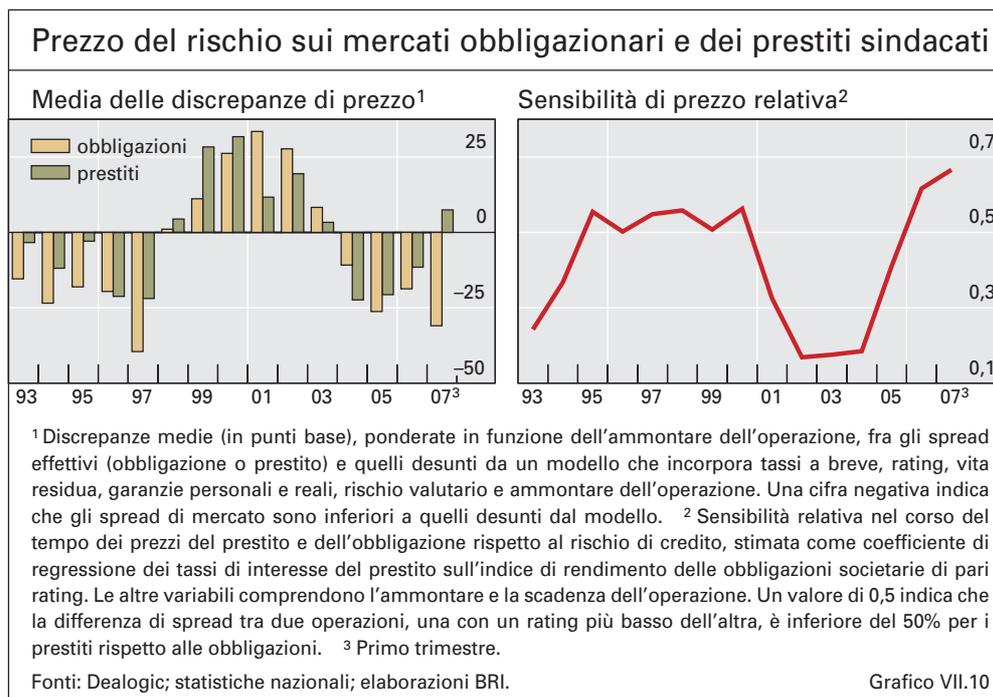
Una svolta del ciclo creditizio rientra verosimilmente fra gli scenari attesi dagli analisti del mercato, anche se resta difficile prevederne i tempi. Si sono moltiplicati i segnali di tensione nei mercati del credito abitativo, soprattutto negli Stati Uniti, e il debito delle famiglie continua a essere fonte di preoccupazione in parecchi paesi dove sono aumentati gli indici di morosità nei crediti al dettaglio. Sebbene le insolvenze societarie siano ancora molto basse (Capitolo VI), la sostenibilità dei più elevati livelli di indebitamento verrebbe pregiudicata da un deterioramento delle condizioni economiche o da un'offerta di credito meno condiscendente.

Una questione di ordine generale, concernente la capacità delle banche di sopportare le potenziali difficoltà derivanti da una svolta del ciclo creditizio, ed eventualmente da un più diffuso rallentamento dell'attività economica, è strettamente collegata al grado di rigore mostrato nella concessione dei fidi. Il contesto favorevole ha incoraggiato politiche di credito più aggressive in taluni segmenti, come quello dei mutui ipotecari a clienti con elevato profilo

... potrebbero rappresentare un episodio eccezionale

La capacità di far fronte a un maggiore rischio di credito ...

... dipende dalla disciplina *ex ante*



di rischio. Più in generale, negli ultimi anni pare aumentata la sensibilità al rischio delle condizioni di prezzo dei crediti. Nel 2006 gli spread sui prestiti sindacati sembrano essere saliti rispetto a quelli sulle obbligazioni, divenendo più reattivi al rischio creditizio (grafico VII.10). Si tratta di un segno positivo, anche se lo stock di debito a condizioni di prezzo generose accumulato nella prima parte del decennio potrebbe diventare una fonte di rischio per i portafogli dei prestatori allorché i finanziamenti giungeranno a scadenza. Il fatto di dover affrontare tassi di insolvenza più alti in un contesto in evoluzione potrebbe incoraggiare talune forme di acquiescenza nei riguardi dei mutuatari esistenti, indebolendo ulteriormente la qualità degli impieghi e riducendo l'offerta di nuovi finanziamenti.

L'internazionalizzazione dell'attività bancaria

La crescita dell'attività bancaria internazionale costituisce un'importante tendenza strutturale degli ultimi decenni nell'ambito delle economie industriali. Inizialmente l'espansione aveva assunto soprattutto la forma di operazioni transfrontaliere, mentre più di recente le banche hanno accresciuto la loro presenza diretta all'estero. Questa tendenza ha arrecato diversi vantaggi agli esportatori e importatori di servizi finanziari, sotto forma di diversificazione, accesso a maggiori fonti di finanziamento e trasferimento di *know-how*. Al tempo stesso, essa ha comportato per le autorità dei paesi di origine e ospitanti tutta una serie di problemi in ordine alla valutazione e gestione dei rischi del settore finanziario, nonché alla conduzione delle politiche macroeconomiche in generale.

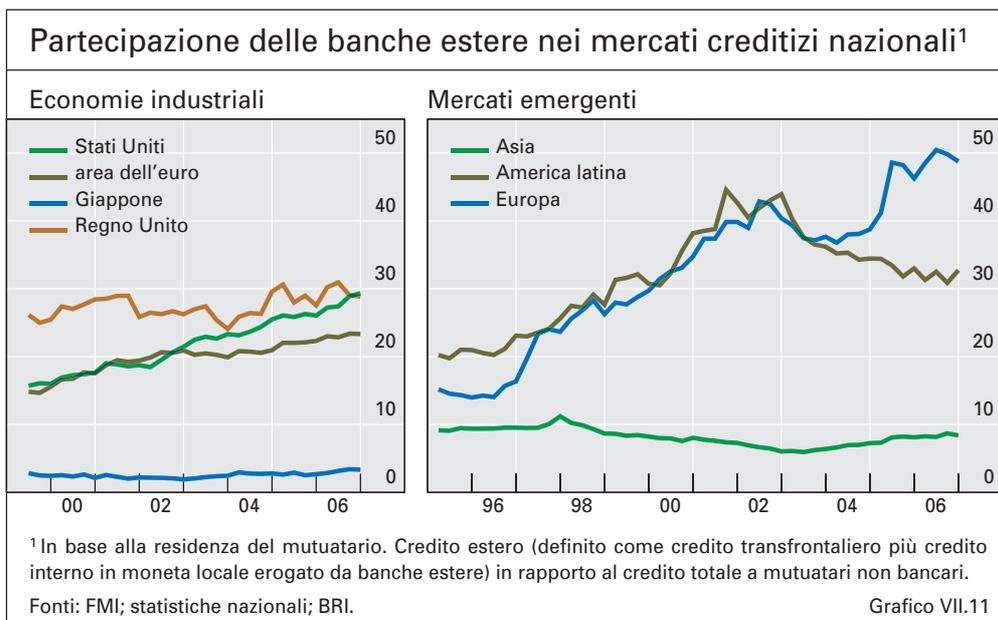
Tendenze e modelli operativi

La componente internazionale delle operazioni bancarie è cresciuta in modo costante durante gli ultimi trent'anni. Le attività sull'estero delle banche situate nelle economie industriali sono aumentate a un tasso annuo medio dell'11,5% fra il 1977 e il 2006. Nell'ultimo decennio il ritmo si è accelerato, arrivando lo scorso anno a superare il 18%. In rapporto all'attività economica, tali posizioni si sono quintuplicate dal 1980, raggiungendo il 50% del PIL mondiale nel 2006. Il tasso di crescita non è stato uniforme, poiché sono osservabili marcate fasi cicliche. Nondimeno, il ritmo attuale è stato superato solo due volte dalla metà degli anni settanta.

La progressiva internazionalizzazione è stata indotta in ampia misura da quegli stessi fattori che hanno favorito la globalizzazione generale dell'economia e del commercio. L'esigenza di finanziare un'attività economica transfrontaliera in rapida crescita e di seguire i clienti bancari abituali nelle loro attività all'estero ha costituito un'importante motivazione alla base di questo processo. Si aggiunga che la liberalizzazione dei movimenti di capitali ha consentito ai prenditori di ottenere fondi tramite intermediari basati all'estero. In molti mercati nazionali le banche con casa madre straniera hanno concorso in misura ampia e crescente al credito totale erogato a mutuatari non bancari, sia direttamente dall'estero sia mediante dipendenze locali (grafico VII.11). Nell'ambito dei maggiori paesi industriali la quota delle banche

Crescente internazionalizzazione dell'attività bancaria ...

... indotta dalle tendenze economiche generali ...



estere sul credito totale è maggiore negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'area dell'euro rispetto al Giappone. Nell'area emergente, dove il processo di privatizzazione e di consolidamento ha modificato il paesaggio bancario, la presenza delle banche estere è nettamente cresciuta in America latina e in Europa, anche se con differenze considerevoli fra i singoli paesi.

Inoltre, taluni fattori strutturali più specifici del settore finanziario hanno fatto sì che l'espansione internazionale divenisse un obiettivo a sé stante delle istituzioni bancarie. I progressi delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, le innovazioni finanziarie e i perfezionamenti nella misurazione e gestione del rischio hanno consentito a molte banche di ampliare la gamma e il volume delle proprie operazioni. Questi sviluppi hanno agevolato l'allargamento dell'attività internazionale riducendone i costi. Al tempo stesso, essendosi pressoché esaurito il potenziale di espansione sui mercati interni a causa dei rendimenti calanti e delle normative antimonopolio, la crescita operativa all'estero è apparsa la strada più promettente per le istituzioni desiderose di dilatare i propri bilanci.

Non è facile descrivere le modalità dell'internazionalizzazione bancaria in termini globali. Le esperienze differiscono a seconda dei paesi e delle aziende, sia per l'influsso di fattori storici e istituzionali, sia per le diversità nella struttura e nella dinamica delle economie sottostanti. Può comunque essere utile esaminare alcune caratteristiche generali del processo di internazionalizzazione. Esse riguardano la scelta fra un insediamento diretto all'estero oppure l'offerta di servizi bancari transfrontalieri, le connesse forme di provvista e di impiego in valuta locale, la dimensione crescente dei mercati interbancari, nonché il ruolo dei centri bancari nell'incanalare i flussi internazionali di capitali.

Un aspetto importante dell'attività internazionale delle banche riguarda le modalità di conduzione delle operazioni, che possono essere realizzate da dipendenze locali situate nel paese estero o, alternativamente, su base

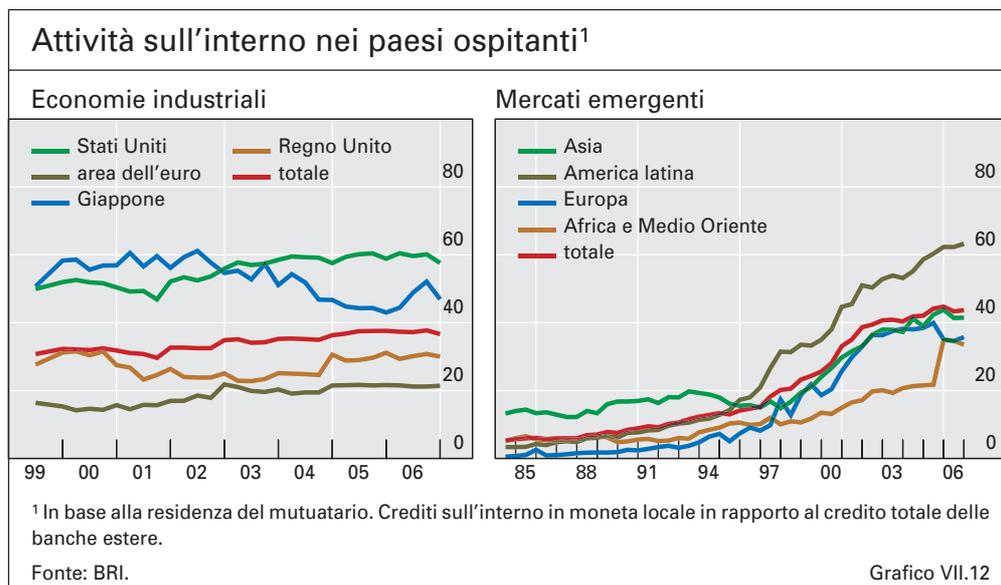
... e da specifici fattori strutturali

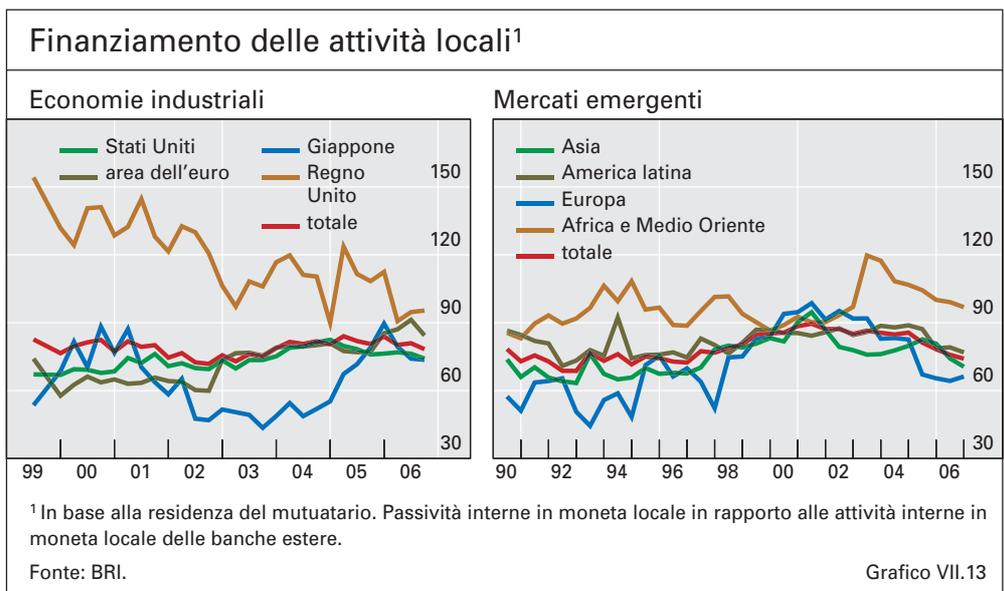
Fra le principali tendenze ...

transfrontaliera dalla casa madre. L'incidenza relativa del credito internazionale posto in essere dagli sportelli locali varia in modo significativo tra i diversi paesi e i periodi considerati. Negli ultimi anni novanta essa era pari a circa un quarto delle posizioni creditorie internazionali (grafico VII.12), peraltro con forti variazioni a seconda del paese di residenza del mutuatario. Le banche estere tendevano a privilegiare la presenza locale negli Stati Uniti e in Giappone, mentre sembravano optare per l'operatività transfrontaliera nell'area dell'euro. Molto meno marcata era la diversità nell'ambito delle economie emergenti.

... crescente
presenza locale ...

Nella maggior parte delle regioni si è osservata una costante tendenza ad accrescere la presenza *in situ*. Fra le economie industriali avanzate tale tendenza è stata particolarmente evidente negli Stati Uniti, dove i crediti erogati dalle dipendenze estere locali rappresentano ormai il 60% circa delle attività internazionali complessive. Per contro, nonostante l'avvento della moneta unica, nell'area dell'euro non è ravvisabile un incremento di rilievo degli insediamenti bancari esteri. La crescita della presenza locale è stata particolarmente marcata nelle economie emergenti, dove nel corso dell'attuale decennio la quota dei crediti intermediati dagli sportelli locali è salita a oltre il 40% del totale. L'apertura di filiali e l'acquisizione di banche locali sono state facilitate dalla privatizzazione e liberalizzazione del settore finanziario, spesso all'indomani di crisi. Le cifre aggregate celano tuttavia considerevoli differenze fra i singoli paesi, dovute a fattori specifici. Durante il passato decennio la proprietà estera di banche è aumentata principalmente nelle Americhe e nelle economie emergenti e in transizione dell'Europa, mentre è cresciuta in misura minore in Asia, Africa e Medio Oriente. Ciò rispecchia una tendenza più generale, da cui emerge che una frazione sempre maggiore delle fusioni e acquisizioni nel settore finanziario ha carattere internazionale sia nel mondo industrializzato che nei mercati emergenti. Di conseguenza, vari sistemi bancari sono ora effettivamente di proprietà estera, come è il caso di Nuova Zelanda, Messico e alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale.



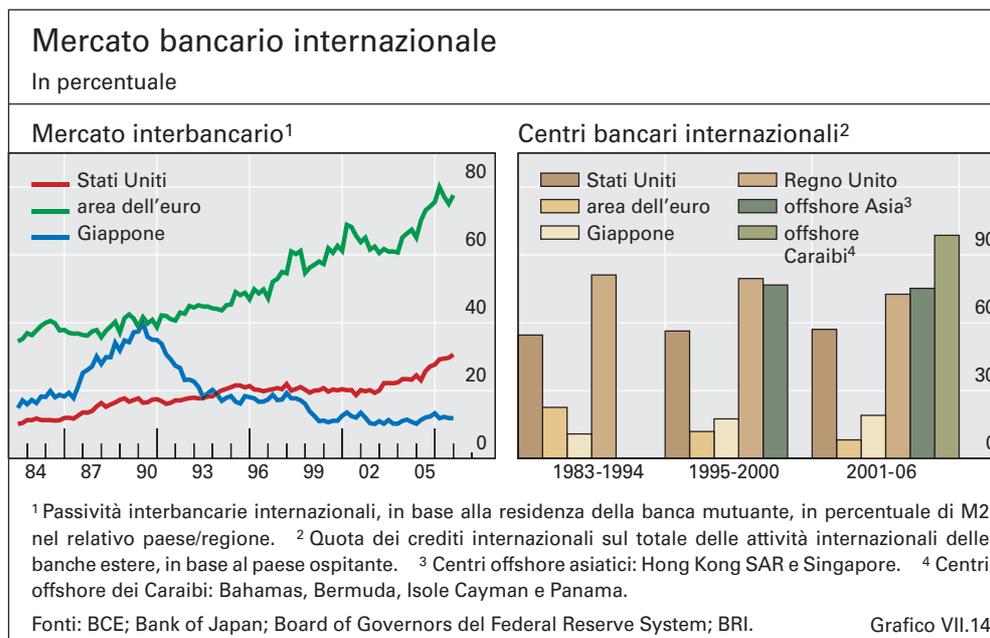


Il passaggio dall'attività transfrontaliera alla creazione di organizzazioni bancarie internazionali è riscontrabile nella misura in cui i crediti sull'interno vengono finanziati localmente. Le banche tendono sempre più a servire i mercati esteri insediando propri sportelli per la raccolta locale, in sostituzione delle passività transfrontaliere o degli impieghi locali in valuta estera. Nelle economie industriali avanzate la provvista *in loco* finanzia circa l'80% dei crediti interni in moneta locale. Mentre presso le dipendenze di banche estere nel Regno Unito i depositi in sterline di residenti hanno avuto la tendenza a superare i corrispondenti crediti, l'opposto si nota per gli sportelli esteri in Giappone. Nelle economie emergenti è ravvisabile un profilo ascendente nella raccolta locale durante l'ultima parte degli anni novanta (grafico VII.13), specie nel caso dell'Europa e dell'Asia, dove questo fenomeno rispecchia forse la vulnerabilità emerse nel corso della crisi asiatica. In seguito la tendenza si è invertita, di pari passo con la minore incidenza delle crisi valutarie. Alla base di una strategia di espansione bilanciata delle attività e passività locali vi possono essere varie motivazioni, come l'intento di potenziare le operazioni di *retail banking* (con l'offerta di mutui ipotecari e carte di credito ai depositanti locali) o di ridurre l'esposizione a rischi di disallineamento valutario e di trasferimento. Le attività e passività locali tenderanno a crescere in parallelo, sia nel caso in cui le banche estere espandano la loro operatività locale in modo organico, sia che esse partecipino ad acquisizioni internazionali di banche già dotate di una base di depositanti.

Le posizioni interbancarie fanno la parte del leone nelle attività e passività internazionali, con una quota pari a oltre il 60% del totale. Tale segmento del mercato bancario internazionale appare in costante crescita nella maggioranza dei paesi, sia in termini assoluti sia in relazione agli aggregati monetari interni (grafico VII.14, diagramma di sinistra). L'operatività interbancaria internazionale è particolarmente rilevante nel caso degli istituti europei, e soprattutto di quelli con sede nell'area dell'euro. Con l'introduzione della moneta unica il mercato dei depositi interbancari ha ricevuto un forte impulso, divenendo un canale

... maggiore ricorso alla raccolta sul posto ...

... espansione dell'attività interbancaria ...



primario per l'efficiente allocazione della liquidità. Per contro, la protratta debolezza delle banche nipponiche ha ridotto, a partire dalla metà degli anni novanta, la loro presenza sul mercato interbancario internazionale.

... e sviluppo di centri nevralgici

Sebbene quest'ultimo abbia un'ampia diffusione geografica, vi è un ristretto numero di piazze che svolgono un ruolo cardine nello smistamento dei fondi. Tali centri sono caratterizzati da un'elevata quota di operazioni bancarie internazionali condotte da istituzioni con casa madre all'estero. La posizione predominante del Regno Unito e degli Stati Uniti nell'attività interbancaria riflette il ruolo di Londra e di New York quali piattaforme finanziarie internazionali. Nel Regno Unito, in particolare, affluisce oltre il 20% dei depositi interbancari mondiali, mentre più del 70% delle posizioni bancarie internazionali complessive fa capo a istituzioni estere (grafico VII.14, diagramma di destra). Altri paesi, come i centri offshore asiatici e caraibici, si sono affermati come *hub* regionali e svolgono una funzione importante nell'intermediare i flussi bancari fra le diverse regioni.

Sfide poste dall'internazionalizzazione

Il processo in atto pone sfide per le banche e le autorità

Il processo di internazionalizzazione dell'intermediazione finanziaria arrega vantaggi ai paesi di origine e ospitanti, ma al tempo stesso pone varie sfide sia alle singole istituzioni sia alle autorità di vigilanza di ambedue i sistemi. In effetti, i sistemi finanziari dei paesi interessati traggono giovamento dalla migliore diversificazione delle aziende bancarie da entrambi i lati del bilancio e da una fonte di finanziamento potenzialmente più stabile per l'attività economica. Le sfide sono, dal canto loro, di natura sia micro che macro-economica. Esse concernono la gestione dei differenti tipi di rischio che derivano dalla maggiore complessità insita nelle banche a operatività internazionale. La corretta valutazione della performance e delle vulnerabilità di istituzioni attive su scala internazionale, nonché della stabilità di sistemi

finanziari aperti, richiede una stretta cooperazione fra le varie autorità nel condividere le informazioni e nel coordinare gli interventi ufficiali, spesso in presenza di incentivi asimmetrici.

Sfide microeconomiche

A livello di singola azienda bancaria, la progressiva internazionalizzazione dell'attività comporta una ben maggiore complessità gestionale. Si rendono necessari un adattamento a culture differenti in termini di clientela, mercato e vigilanza prudenziale, nonché il coordinamento fra le diverse unità facenti capo alla stessa organizzazione. La capacità di conciliare le varie culture aziendali, di armonizzare le procedure e di istituire un'efficiente struttura di *reporting* e di controllo è essenziale per il successo dell'attività aziendale. Il fatto che in alcuni casi le unità estere operassero precedentemente come entità indipendenti potrebbe rendere più complesso il compito.

Le banche internazionali presentano una struttura più complessa ...

Le sfide che si pongono agli organi preposti alla sorveglianza prudenziale delle banche attive a livello internazionale sono di portata analoga, ma di diversa natura. Esse vertono sulle differenze di prospettiva fra le autorità del paese di origine e del paese ospitante. Il monitoraggio della performance e la valutazione del profilo di rischio delle istituzioni dipendono in modo cruciale dalla disponibilità di adeguate informazioni sull'insieme delle loro attività e prassi di mercato. Ciò comporta evidentemente un giudizio sui rischi connessi con le esposizioni internazionali e/o le dissimmetrie di scadenza e di valuta a livello di bilancio consolidato. La cooperazione fra le autorità dei paesi di origine e ospitanti nello scambio di informazioni, opinioni e conoscenze inerenti alle specificità locali costituisce un elemento chiave di un efficace sistema di monitoraggio. Analogamente, le disparità nella concezione e nell'applicazione di strumenti prudenziali tra le varie giurisdizioni possono ostacolare gli sforzi della banca diretti a gestire le operazioni su base integrata per beneficiare di sinergie e di opportunità di diversificazione. Ne sono un esempio i diversi criteri vigenti per la classificazione dei crediti in sofferenza e la costituzione di accantonamenti.

... più difficile da monitorare ...

La complessità gestionale può altresì compromettere l'efficacia degli interventi allorché una banca si trova in difficoltà. Il giudizio sulla solvibilità di un'istituzione implica la necessità di pervenire a stime precise del valore corrente e prospettico delle sue attività e passività. Per la valutazione tempestiva e accurata di posizioni illiquide o poco trasparenti possono essere spesso di grande ausilio le conoscenze dell'organo di vigilanza locale. Ciò mostra quanto sia importante la presenza di canali di comunicazione aperti fra le autorità dei diversi paesi. Inoltre, l'accesso al credito di emergenza può essere soggetto a pratiche diverse e comportare incentivi confliggenti fra le varie autorità che preferirebbero non arrischiare risorse nazionali a sostegno di operazioni transfrontaliere e di creditori esteri della banca.

... e da gestire in situazioni di stress

La risoluzione delle crisi è complicata anche dal fatto che le decisioni concernenti il processo di liquidazione, in caso di fallimento, sono a loro volta condizionate dagli interessi nazionali e dai diversi punti di vista delle parti in causa. Oggetto di controversia potrebbe essere ad esempio la misura in cui deve essere preservata la capacità di intermediazione nel paese ospitante,

oppure la ripartizione dell'onere finanziario connesso con l'apprestamento di denaro pubblico. La questione si fa particolarmente complessa quando la distribuzione delle attività internazionali della banca interessata genera disparità di vedute fra le autorità, come nel caso in cui l'operatività nel paese ospitante sia modesta in rapporto alle dimensioni della banca internazionale, ma sistemicamente importante rispetto alle dimensioni dell'economia locale. Le due autorità potrebbero allora avere opinioni assai diverse sulla chiusura della dipendenza estera.

Sfide macroeconomiche

L'internazionalizzazione ...

La crescente internazionalizzazione dell'attività bancaria pone altresì dei problemi dal punto di vista della gestione macroeconomica, per quanto concerne sia il tradizionale controllo della liquidità e dei flussi creditizi da parte dell'autorità monetaria, sia la salvaguardia della stabilità dell'intero sistema finanziario.

... può complicare la politica monetaria ...

La capacità delle banche internazionali di gestire la liquidità e i bilanci in modo integrato fra le varie giurisdizioni in cui operano può talvolta intaccare l'efficacia degli strumenti di politica monetaria. Un più agevole accesso al finanziamento estero facilita la ricerca di impieghi ad alto rendimento in periodi di persistenti differenziali di tasso di interesse a livello internazionale. Strategie creditizie aggressive possono inoltre accrescere l'offerta di liquidità a famiglie e imprese a condizioni di tasso più favorevoli, ma con un elevato rischio di cambio, ben più difficile da valutare. Tali pratiche possono indebolire l'azione della politica monetaria e ostacolare le autorità nel perseguimento dei loro obiettivi. Quanto accaduto nelle economie dell'Europa centrale e orientale ne è un esempio significativo. Fino a epoca recente, l'espansione del credito ha tenuto testa agli sforzi delle banche centrali volti a porvi un freno, stimolando la domanda interna, alimentando la spinta al rialzo dei prezzi delle abitazioni e contribuendo a generare sempre più ampi disavanzi del conto corrente.

... e la gestione del rischio sistemico

Analogamente, da un punto di vista macroprudenziale, le banche operanti su scala internazionale pongono alcune sfide all'azione ufficiale mirata alla stabilità finanziaria. Per quanto riguarda il monitoraggio delle vulnerabilità, i problemi si ripartiscono in modo relativamente equilibrato fra le autorità dei paesi di origine e ospitante. Entrambe devono analizzare scenari che considerino i potenziali sviluppi nelle economie in cui le banche con vocazione nazionale hanno un'operatività rilevante. Per contro, l'impiego di strumenti di vigilanza per contrastare pratiche imprudenti deve misurarsi con problemi di controllo e di incentivazione. Le misure applicate localmente possono risultare inefficaci laddove le istituzioni a prevalente operatività internazionale gestiscono una quota importante dell'attività bancaria nazionale. Il coordinamento fra le autorità di vigilanza può essere ostacolato da disparità di vedute nel caso in cui l'attività svolta nel paese ospitante rappresenti una frazione modesta dell'operatività complessiva di tali istituzioni. Inoltre, la gestione e la risoluzione di crisi sistemiche devono fare i conti con gli ostacoli sopra menzionati in riferimento alle singole istituzioni, ossia l'insufficiente disponibilità di informazioni affidabili e tempestive, la complessità legale e operativa

delle situazioni e i potenziali conflitti di interesse fra le autorità in causa. La situazione può essere resa ancora più difficile da discordanze fra le ragioni di credito fatte valere dalle varie istanze ufficiali sulle risorse dell'istituzione e la ripartizione dei costi fiscali relativi alla liquidazione.

Di fronte a tali sfide, le autorità si stanno attivamente adoperando al fine di creare strutture che facilitino la valutazione del profilo di rischio delle aziende bancarie attive internazionalmente e migliorino la gestione delle crisi. Ne sono esempi concreti l'istituzione di meccanismi bilaterali e multilaterali in forma di riunioni su base regolare e la creazione di piattaforme e altri canali di comunicazione idonei ad agevolare il giudizio congiunto sulla performance delle banche in questione. Spesso queste iniziative sono formalizzate in memorandum di intesa tra le autorità interessate, ma possono anche avere carattere più informale senza per ciò risultare meno efficaci. L'elaborazione di standard regolamentari globali costituisce un passo importante verso una maggiore coerenza dei sistemi prudenziali delle diverse giurisdizioni. Tali standard non solo mirano a definire gli strumenti regolamentari, come le norme sui requisiti patrimoniali e sugli accantonamenti, ma concorrono anche a creare una cultura di vigilanza comune attraverso la definizione e l'applicazione di prassi ottimali. Infine, strutture poste in essere per migliorare il flusso di informazioni a fini di monitoraggio sono state utilizzate anche per discutere e programmare interventi nel caso di tensioni sistemiche. Tali discussioni sono necessariamente di natura più informale, stanti la complessità dei problemi e i rischi in termini di *moral hazard*.

Malgrado i progressi finora compiuti, la risoluzione di molte questioni richiederà ulteriori sforzi. Ciò non soltanto per la complessa situazione che contraddistingue particolari banche o il quadro istituzionale di specifiche giurisdizioni, ma altresì per la natura mutevole delle problematiche di riflesso all'evolversi dell'attività bancaria internazionale.

Le autorità stanno affrontando tali problematiche

Possibilità di ulteriori progressi

VIII. Conclusioni: prevenire piuttosto che curare?

L'economia non è una scienza esatta, quantomeno non nel senso che ripetuti esperimenti producono sempre gli stessi risultati. Le previsioni economiche si rivelano pertanto sovente errate, specie ai punti di svolta del ciclo, spesso per l'effetto congiunto di dati inadeguati, modelli carenti e shock aleatori. Ancora più arduo è il compito di assegnare una probabilità ai rischi concernenti le previsioni. Anzi, esso è talmente arduo che non sarebbe esagerato affermare che viviamo in un mondo fondamentalmente incerto, in cui è impossibile calcolare le probabilità, e non semplicemente in un mondo rischioso.

Al riguardo la storia economica è buona maestra. La Grande Inflazione degli anni settanta colse completamente di sorpresa gran parte dei commentatori e delle autorità, così come fecero il ritmo della disinflazione e la ripresa economica che seguirono una volta che il problema fu affrontato con efficacia. In modo analogo, praticamente nessuno aveva previsto la Grande Depressione degli anni trenta, né le crisi che colpirono il Giappone e il Sud-Est asiatico agli inizi e verso la fine degli anni novanta. Di fatto, ciascuna di queste recessioni era stata preceduta da un periodo di crescita non inflazionistica tanto esuberante da indurre molti a credere nell'avvento di una "nuova era". Sorprese di questo tipo si verificano anche a un livello microeconomico. Intorno all'epoca del suo fallimento nel 1998, LTCM dovette far fronte in diversi mercati a shock di prezzo di quasi dieci volte superiori a quanto si sarebbe potuto ragionevolmente prevedere alla luce dei trascorsi storici. Di conseguenza, tutti i suoi assunti fondamentali – ossia di essere adeguatamente diversificato, di disporre di ampia liquidità e di essere ben capitalizzato – si rivelarono disastrosamente erronei.

Certo, molti diranno che grazie a queste esperienze è migliorata la nostra comprensione dei processi economici. Ma non si tratta di asserzione facile da dimostrare. Si consideri ad esempio il metodo tipicamente seguito dagli economisti delle banche centrali per prevedere l'inflazione futura sulla base di modelli econometrici dell'interazione fra salari e prezzi. Affinché l'esercizio sia accurato, occorre rispondere correttamente ad almeno cinque domande. Qual è il modo migliore per misurare la capacità eccedente dell'economia interna? Qual è il tasso tendenziale di crescita della produttività? Gli influssi esteri interessano i soli prezzi all'importazione? Cosa muove i salari, l'evoluzione attesa o gli andamenti passati dei prezzi? E se le aspettative sono rilevanti, da cosa sono influenzate, dalla credibilità delle banche centrali o da qualche altro fattore, come l'inflazione effettiva o addirittura l'inflazione percepita? Ognuno di questi aspetti è attualmente assai controverso. E se guardiamo ad altre variabili economiche, il grado di disaccordo su numerose questioni altrettanto fondamentali non è inferiore.

In verità, alla luce dei massicci cambiamenti strutturali tuttora in atto, non è irragionevole sostenere che la nostra comprensione dei processi economici

possa addirittura essere minore che in passato. Dal lato reale dell'economia, la combinazione di progresso tecnologico e globalizzazione ha rivoluzionato la produzione. Dal lato finanziario, nuovi attori, nuovi strumenti e nuovi comportamenti si sono rivelati ugualmente rivoluzionari. Infine, sul piano monetario, banche centrali sempre più indipendenti hanno radicalmente modificato il loro modo di agire e di comunicare col pubblico. Di fronte a tutti questi cambiamenti, può qualcuno seriamente sostenere che si tratti di ordinaria amministrazione?

Vi è inoltre nell'area della politica monetaria un'incertezza di natura particolare. Sebbene l'impegno dei banchieri centrali nel perseguimento della stabilità dei prezzi non sia mai stato così fermo come oggi, il ruolo della moneta e del credito è sempre più messo in discussione sullo sfondo della già citata incertezza riguardo al processo inflazionistico. Per alcuni banchieri centrali, nonché per molti insigni accademici, né la moneta né il credito avrebbero una qualche utilità nella conduzione della politica monetaria. Per altri, al contrario, una crescita troppo rapida di tali aggregati potrebbe essere foriera di inflazione o segnalare un ciclo *boom-bust* di origine finanziaria con tutte le sue spiacevoli conseguenze.

In un siffatto contesto, è probabile che né il giudizio delle banche centrali né quello dei mercati siano infallibili. Ciò comporta alcune importanti implicazioni. Quanto ai mercati, è necessario che continuino a pensare con la propria testa. Limitarsi a guardare nello specchio delle convinzioni delle banche centrali potrebbe rivelarsi una strategia pericolosa. Quanto alle autorità monetarie, occorre che continuino ad adoperarsi per accrescere la capacità di tenuta del sistema di fronte a shock inevitabili ma non previsti.

Problematiche di attualità per i responsabili delle politiche

Secondo le previsioni prevalenti per l'economia mondiale, ricavate dalle valutazioni espresse da un ampio novero di analisti, la crescita proseguirà ai ritmi elevati osservati di recente, l'inflazione mondiale resterà piuttosto contenuta e gli squilibri internazionali di parte corrente si attenueranno gradualmente. Per quanto riguarda i mercati finanziari, la previsione prevalente per il 2007 è che i tassi a lungo termine rimarranno intorno ai livelli attuali. Evidentemente, e giustamente, queste previsioni si basano sull'assunto implicito che non si verificheranno importanti sconvolgimenti geopolitici né turbative finanziarie tali da ripercuotersi sull'economia reale.

Nel breve periodo, una previsione secondo cui il futuro assomiglierà molto al passato è sicuramente sensata. Anzi, considerando poi da vicino gli errori previsionali degli ultimi anni, si potrebbe concludere che vi è motivo di essere ancor più ottimisti. La crescita in termini reali è stata nel complesso superiore alle attese, mentre l'inflazione si è generalmente attestata su valori in linea con le previsioni, malgrado i bruschi aumenti segnati dai prezzi delle materie prime nell'ultimo anno circa. I tassi di interesse a lungo termine si sono anch'essi costantemente collocati al disotto dei livelli anticipati. Poiché notoriamente gli errori di previsione esibiscono spesso un grado significativo di persistenza, ci si potrebbe attendere con una certa fiducia che anche le

buone notizie siano destinate a continuare. Soltanto nel caso degli squilibri commerciali internazionali gli esiti osservati sono stati notevolmente peggiori del previsto, ma anche in questo ambito, come si è detto nell'Introduzione alla presente Relazione annuale, vi sono segni di miglioramento.

Tuttavia, non è difficile scorgere elementi di incertezza in grado di impedire l'avverarsi di queste previsioni a breve termine, oppure di tradursi in esiti meno favorevoli su orizzonti più lunghi. Qui di seguito, vari fattori di preoccupazione sono individuati e analizzati distintamente, benché possano senz'altro essere interdipendenti. Come si vedrà oltre, coloro che pongono maggiore enfasi su queste interdipendenze tendono a scorgere nelle condizioni finanziarie accomodanti il nesso causale che lega tali fattori.

Un primo elemento di incertezza concerne il rischio di un riemergere dell'inflazione, e fors'anche delle aspettative di inflazione, a livello mondiale. Le stime del margine inutilizzato di capacità indicano che in gran parte dei principali paesi industriali la crescita si sta avvicinando, o ha già raggiunto, i limiti del potenziale. Le spinte disinflazionistiche originate nei mercati emergenti sembrano parimenti allentarsi sulla scia dei tassi di crescita talvolta straordinari delle loro economie. Soprattutto in Cina è divenuto sempre più chiaro negli ultimi mesi che i provvedimenti adottati per rallentare l'economia non hanno sinora prodotto gli effetti sperati. In parte a causa di ciò, i prezzi mondiali dell'energia e delle materie prime, da tempo in forte rialzo, non danno alcun segno di voler flettere, e ci si domanda se le imprese potranno continuare a compensare questi maggiori costi con risparmi realizzati altrove. Infine, il fatto che gli aggregati monetari e creditizi siano cresciuti molto rapidamente, non da ultimo in paesi come la Cina che fanno ricorso agli interventi valutari per contrastare l'apprezzamento della propria moneta, costituisce agli occhi di molti un ulteriore segnale inquietante.

Considerato il ruolo cardinale ancora svolto dagli Stati Uniti nell'economia mondiale, il potenziale impatto inflazionistico dell'aumento ciclico dei salari e del rallentamento della produttività in questo paese costituisce un fattore di incertezza nel breve termine. Occorre inoltre tenere presenti due aspetti di medio periodo. Il rapporto fra i prezzi delle abitazioni e gli affitti si colloca ai massimi storici. A meno di una diminuzione significativa del valore degli immobili, il ritorno alla normalità dovrà passare per un incremento dei canoni che si ripercuoterebbe direttamente sul livello misurato dell'inflazione al consumo. Inoltre, se si vogliono correggere gli squilibri commerciali mondiali, il processo di aggiustamento potrebbe comportare un ulteriore e forse considerevole deprezzamento del dollaro. Finora, la compressione dei margini dei concorrenti esteri, unitamente alla crescita della produttività, è riuscita a contenere al minimo gli effetti di trasmissione del tasso di cambio negli Stati Uniti. Non si sa però se tale situazione potrà continuare.

Visto in quest'ottica, il recente rallentamento dell'economia statunitense è da giudicare con favore. Eppure, col progredire del 2006 si è fatto strada il timore che questa evoluzione andasse ben oltre il segno. L'attenzione dei mercati finanziari si è anzitutto focalizzata sul comparto dei mutui ipotecari *subprime*, ma il problema di fondo è ben più vasto. Il saggio di risparmio delle famiglie negli Stati Uniti è sceso a tratti in territorio negativo, poiché la lenta

progressione salariale non è bastata a finanziare il forte aumento della spesa per consumi e per investimenti residenziali. La facilità di accesso al credito, specie nel mercato ipotecario, ha sospinto verso l'alto sia i livelli di indebitamento sia i prezzi delle abitazioni. L'aumento di valore degli immobili ha creato a un tempo le garanzie reali su cui basare l'erogazione di nuovi prestiti e la sensazione di accresciuta ricchezza che giustificava la maggiore spesa.

Il timore è che queste dinamiche possano invertirsi. I livelli del servizio del debito sono già elevati e i tassi ipotecari potrebbero ancora crescere. È sufficiente che i prezzi delle abitazioni cessino di aumentare (cosa che potrebbe già essere avvenuta) perché diminuiscano tanto il ricorso al credito quanto il senso di fiducia risultante dagli incrementi di ricchezza. Inoltre, allorché il calo dell'occupazione nel settore dell'edilizia comincerà a raggiungere lo stesso ordine di grandezza di quello ben più forte osservato nell'avvio di nuovi cantieri, ne risentiranno ulteriormente il reddito da salari, la sicurezza del posto di lavoro e il clima di fiducia. Se a ciò dovesse aggiungersi una contrazione degli investimenti fissi delle imprese, già inspiegabilmente deboli dati gli elevati profitti e i bassi costi di finanziamento, potrebbero crearsi le premesse per un rallentamento più significativo e forse non auspicabile della crescita statunitense.

Ciò detto, va peraltro ricordato che il rapporto debito-reddito delle famiglie americane aumenta gradualmente da decenni senza compromettere seriamente il clima di fiducia dei consumatori. La spesa per consumi potrebbe ricevere rinnovato slancio da un'accelerazione delle dinamiche salariali. La quota dei salari è al momento storicamente bassa e potrebbe tornare a crescere. In aggiunta, gli Stati Uniti si trovano in una fase avanzata del ciclo economico, in cui la disoccupazione è ridotta e le retribuzioni hanno normalmente tendenza ad aumentare. Tuttavia, tale eventualità potrebbe anch'essa avere effetti indesiderati. Come già accennato, vi è il rischio che si intensifichino le pressioni inflazionistiche o, qualora le rivendicazioni salariali andassero invece a intaccare i margini di profitto, che vengano deluse le aspettative dei mercati azionari, con possibili implicazioni sia per i prezzi delle attività sia per gli investimenti delle imprese.

In caso di sostanziale decelerazione dell'economia statunitense, la questione cruciale riguarderebbe le ripercussioni sulle altre economie. Da un lato, la domanda interna ha di recente acquistato vigore nell'area dell'euro e in Giappone, così come in varie economie emergenti. Inoltre, diversamente da quanto accaduto al volgere del secolo in occasione del rallentamento collegato al settore informatico, non vi è stato un boom sincrono dell'industria che possa all'improvviso collassare a livello globale. Un ulteriore fattore di sostegno al proseguimento della crescita mondiale proviene poi dal calo della quota delle esportazioni verso gli Stati Uniti in un contesto di generale forte aumento del commercio internazionale.

Dall'altro lato, sia in Germania sia in Giappone la ripresa della domanda interna ha assunto in maniera preponderante la forma di investimenti societari, trainati a loro volta da una vigorosa domanda di esportazioni. Lo stesso vale per la Cina, dove il ritmo di sviluppo dell'economia è stato definito dal Primo Ministro Wen Jiabao "instabile, squilibrato, scoordinato e insostenibile". Inoltre,

pur in assenza di sincronia nel ciclo economico, un brusco rallentamento negli Stati Uniti potrebbe incidere negativamente sul clima di fiducia collettivo a livello mondiale. E se è vero che le esportazioni dirette destinate a questo paese si sono ridotte rispetto ai flussi totali dell'interscambio mondiale, un'importante componente di tali flussi consiste ormai nei beni importati dalla Cina per l'assemblaggio di manufatti. Sotto questo aspetto, l'esposizione indiretta di molte economie asiatiche a una più lenta crescita americana potrebbe essere comunque significativa. Infine, va rilevato che gli Stati Uniti non sono affatto l'unica economia a reggersi su consumi alimentati dall'indebitamento, e anzi in alcuni paesi i tassi di risparmio delle famiglie sono ampiamente negativi, il che potrebbe rappresentare un ulteriore canale di contagio.

Alle incertezze di breve periodo circa l'inflazione e la crescita vanno ad aggiungersene altre di medio periodo, non ultime quelle riguardanti i persistenti e sostanziali squilibri commerciali mondiali. È questo forse un problema che richiede una risposta di parte ufficiale per ridurre il rischio di oscillazioni considerevoli e potenzialmente dirompenti dei tassi di cambio? O, piuttosto, si può presumere che gli afflussi di capitali necessari a finanziare gli attuali disavanzi continueranno a essere disponibili a condizioni non molto diverse anche in un futuro prevedibile?

I paesi con ampi disavanzi commerciali sono generalmente gli stessi in cui la domanda interna è andata crescendo a ritmi relativamente sostenuti e i tassi di interesse sono di conseguenza relativamente elevati. In linea di principio, occorrerebbe che la moneta di tali paesi si deprezzasse. Ciò consentirebbe infatti di ridurre progressivamente i disavanzi esterni man mano che la domanda interna cominciasse a indebolirsi sotto l'influsso del rialzo dei tassi. In pratica, purtroppo, un livello relativamente elevato dei tassi di interesse spesso attira afflussi di capitali privati di entità tale da provocare un apprezzamento, anziché un deprezzamento, del tasso di cambio, nonché un aumento dei prezzi delle attività interne, il quale favorisce un incremento, anziché una riduzione, della spesa. Entrambe queste dinamiche condurrebbero a un ulteriore peggioramento del disavanzo commerciale. Tale processo ha sostanzialmente caratterizzato l'economia degli Stati Uniti prima del 2001 e, nella sua seconda componente, continua a farlo oggi. Inoltre, negli ultimi anni si sono avute numerose variazioni su questo tema del "carry trade", con effetti ancora più pronunciati nelle economie minori quali la Nuova Zelanda e un certo numero di paesi dell'Europa centrale e orientale. In molti di questi paesi, compresi quelli dove le grandezze fondamentali sono significativamente migliorate, sono andati crescendo i timori che un'eventuale improvvisa inversione di tali flussi di capitali complichino considerevolmente la gestione macroeconomica.

Il disavanzo commerciale statunitense è di natura molto particolare, soprattutto a causa del ruolo del dollaro come moneta di riserva. In effetti, dopo il 2001 la riduzione significativa degli afflussi di capitali privati è stata controbilanciata da afflussi provenienti dal settore pubblico, cosicché il valore del dollaro ha subito un calo soltanto graduale. Questa situazione ha avuto il vantaggio di poter essere gestita in modo piuttosto agevole, ma al contempo lo svantaggio di non aver portato ad alcuna riduzione percepibile del disavanzo

commerciale degli Stati Uniti. Se a ciò si aggiungono il progressivo passaggio a un saldo deficitario della bilancia dei servizi e le crescenti dimensioni della posizione debitoria sull'estero, è chiaro che il dollaro resta vulnerabile a un'improvvisa perdita di fiducia del settore privato e ai connessi presumibili aumenti dei premi al rischio nei mercati finanziari. Una tale evoluzione sarebbe positiva ai fini del processo di correzione esterna, ma potrebbe aggravare sia le pressioni inflazionistiche di breve periodo, sia i rischi di una decelerazione più grave dell'economia.

L'affidabilità degli afflussi dal settore pubblico è anch'essa divenuta più incerta per almeno due motivi. In primo luogo, i paesi diversi dagli Stati Uniti potrebbero ora essere sempre più inclini a ridurre gli interventi ufficiali e lasciare che le loro monete si apprezzino. Una possibile ragione alla base di tale atteggiamento sarebbe la volontà di limitare le perdite connesse con una crescente esposizione valutaria. Ma, quel che forse ancor più conta, vi sono indicazioni sempre maggiori di distorsioni interne causate sia dagli interventi valutari sia dalle politiche monetarie accomodanti che hanno agito nel senso di mantenere basso il tasso di cambio. Le autorità di Cina, Giappone e alcuni paesi produttori di materie prime hanno già espresso pubblicamente forte preoccupazione per gli eccessivi investimenti e le errate allocazioni di risorse potenzialmente presenti nelle rispettive economie. E, come già rilevato, in vari paesi le pressioni inflazionistiche stanno crescendo e le operazioni di sterilizzazione paiono divenire sempre più difficili.

Il secondo pericolo potenziale è che i detentori di grandi portafogli di riserve comincino a ridurre la quota delle nuove disponibilità denominate in dollari USA. Da un lato, il principio della parità scoperta dei tassi di interesse implica che su orizzonti temporali sufficientemente lunghi una siffatta strategia non accresca i rendimenti. Ciò dovrebbe scoraggiare le ricomposizioni dei portafogli, ancora prevalentemente denominati in dollari. Dall'altro, scegliendo un'appropriata diversificazione valutaria sarebbe possibile ridurre la varianza dei rendimenti, misurati in moneta nazionale, dei portafogli di riserve. Non è chiaro se le considerazioni riguardo alla variabilità dei rendimenti forniscano un motivo sufficiente per ridurre significativamente la parte del dollaro nelle riserve. E ci si può anche chiedere se interventi ufficiali di questo tipo possano produrre un impatto sensibile sui tassi di cambio, in assenza di un diffuso comportamento analogo da parte del settore privato. Quel che è più sicuro, la crescente importanza attribuita dai gestori delle riserve alla massimizzazione dei rendimenti li porterà a interessarsi alle valute di paesi che offrono un facile accesso a titoli di capitale e ad altri strumenti idonei a tale obiettivo.

Un'ultima serie di incertezze di medio periodo concerne le potenziali vulnerabilità dei mercati finanziari e le loro possibili ripercussioni sulle istituzioni finanziarie. Come rilevato nell'Introduzione, le quotazioni di quasi tutte le attività hanno seguito una tendenza al rialzo, praticamente ininterrotta, dalla metà del 2003. Per alcuni osservatori non è difficile trovare ragioni che giustificano gli aumenti di prezzo di singole attività e li fanno così apparire più sostenibili. Ad esempio, in molti casi i bassissimi spread sulle emissioni di mutuatari sovrani sono in linea con i chiari miglioramenti della *governance* e delle politiche macroeconomiche. I livelli comparabilmente bassi degli spread

sui titoli societari ad alto rischio rifletterebero, quanto a loro, i profitti elevati e gli esigui tassi di insolvenza degli ultimi anni. I premi a termine insolitamente contenuti potrebbero spiegarsi con l'assenza di volatilità osservabile da qualche tempo nelle principali variabili macroeconomiche. I prezzi delle materie prime e degli oggetti d'arte risentono della domanda addizionale proveniente dai nuovi mercati emergenti. Infine, il rincaro delle abitazioni, divenuto un fenomeno quasi mondiale, può essere ascritto ai minori tassi ipotecari a lungo termine.

Tuttavia si potrebbe anche sostenere, coerentemente con la difficoltà intrinseca di effettuare valutazioni di più lungo periodo, che la reazione dei mercati alle notizie positive sia forse divenuta irrazionalmente esuberante. I passati successi paiono avere una naturale tendenza a generare situazioni in cui crescono a spirale l'assunzione di rischio, la leva finanziaria, l'erogazione di credito, i prezzi, le garanzie reali disponibili e ancora l'assunzione di rischio. Una manifestazione di questa tendenza osservata negli ultimi anni è il fatto che i periodi intermittenti di volatilità finanziaria sono divenuti progressivamente più brevi. A quanto pare, la buona tenuta di cui hanno dato prova i mercati di fronte a shock successivi ha accreditato sempre più l'idea che un ribasso dei prezzi rappresenti una buona opportunità di acquisto. Il pericolo insito in questi processi endogeni del mercato è che a un certo punto essi possono, e anzi devono, subire un'inversione se le grandezze fondamentali sono state sovrastimate. Inoltre, vi è il rischio che, in caso di prosciugamento della liquidità e di aumento delle correlazioni fra i prezzi delle attività, i valori subiscano variazioni eccessive anche verso il basso. Cicli di questo tipo si sono verificati molte volte in passato.

La domanda ovvia che si pone è chi potrebbe essere danneggiato da una siffatta evoluzione. Le grandi banche d'affari e commerciali sembrano avere un'ottima dotazione di capitale e in molti casi hanno realizzato profitti record. Anche l'attenzione che dedicano alla gestione del rischio è senza precedenti. Eppure i mercati devono aver già individuato alcuni elementi critici, poiché gli spread sui *credit default swap* riferiti ad alcune delle istituzioni più note sono saliti rispetto ai livelli che sarebbero giustificati alla luce dei loro rating. Un'area problematica concerne il rischio di mercato e il grado di leva finanziaria. I bilanci hanno registrato un'espansione significativa. Per giunta, gli indici del valore a rischio sono rimasti costanti pur in presenza di un calo sostanziale della volatilità misurata. Un altro potenziale pericolo, collegato alla strategia "originate and distribute" basata sulla creazione e sul successivo trasferimento del credito, è che in situazioni di turbolenza i prestatori originari si ritrovino con uno stock pendente di attività svalutate. Il fatto che le banche oggi forniscano sempre più spesso capitale di rischio, e non solo credito, per finanziare un numero ancora crescente di fusioni e acquisizioni societarie non è certo un buon segno. Un timore, a questo strettamente collegato, riguarda la possibilità che le banche abbiano, intenzionalmente o inavvertitamente, conservato in bilancio un grado significativo di rischio creditizio.

Posto che le grandi banche siano riuscite a distribuire in modo più diffuso i rischi insiti nei prestiti da loro concessi, chi sono i soggetti che attualmente detengono tali rischi, e quali sono le loro capacità di gestirli? La verità è che

non lo sappiamo. Gran parte del rischio è incorporato in varie forme di titoli cartolarizzati di crescente complessità e opacità. Tali titoli sono stati acquistati da una vasta gamma di banche minori, fondi pensione, società di assicurazione, *hedge fund*, fondi di altro tipo e persino investitori individuali, in ciò incoraggiati dai rating generalmente alti attribuiti a questi strumenti. I rating riflettono tuttavia solo le perdite attese e non la probabilità insolitamente alta di eventi estremi dalle ripercussioni potenzialmente ampie sui valori di mercato. I più esposti potrebbero essere gli *hedge fund*, poiché molti di loro si sono specializzati nell'acquisto delle tipologie più rischiose di questi strumenti e la loro leva finanziaria intrinseca può essere di conseguenza molto elevata.

Non è possibile, per definizione, giungere a formulare una predizione a partire da tutte queste incertezze. Anzi, se si ritiene che i molteplici sviluppi plausibili siano tutti in grado di interagire fra loro in vario modo, si possono prefigurare migliaia di scenari diversi. Eppure va notato che dietro ogni serie di potenziali problemi sembra annidarsi uno stesso fattore comune, ossia le condizioni finanziarie altamente accomodanti di cui si è parlato nell'Introduzione. Questa osservazione non mette necessariamente in discussione la previsione prevalente in quanto tale, ma dovrebbe almeno servire a rammentarci che eventi estremi con un impatto sull'economia mondiale potrebbero avere a un certo punto costi molto maggiori di quanto comunemente si ritenga.

Sfide nella formulazione di una risposta ufficiale

Vi sono varie domande a un tempo difficili e importanti che si pongono ai banchieri centrali, per le quali non esistono risposte concordi. La prima attiene al ruolo appropriato degli aggregati monetari e creditizi nella formulazione della politica monetaria. La seconda è strettamente collegata: ammettendo che possano verificarsi occasionalmente cicli *boom-bust* provocati dall'espansione del credito, le autorità dovrebbero cercare di impedire l'accumulo degli squilibri o limitarsi a mettere ordine a cose avvenute?

Riguardo al primo quesito, è possibile individuare tre scuole di pensiero, ciascuna delle quali può vantare almeno qualche adepto in gran parte delle banche centrali. La prima pone l'accento sugli effetti di breve periodo prodotti sull'inflazione dagli squilibri fra la domanda e l'offerta aggregate, ritenendo che nel più lungo periodo l'evoluzione dei prezzi sia determinata perlopiù dalle aspettative riguardo a tali squilibri. I fautori di questa tesi tendono generalmente a riconoscere un ruolo minore alla moneta e al credito. La seconda linea di pensiero assegna più importanza agli andamenti monetari quali determinanti delle tendenze di lungo periodo dell'inflazione. In pratica, ciò significa che, pur continuando a porre l'accento sull'influsso esercitato dagli squilibri di domanda-offerta sull'inflazione, le conclusioni sul piano delle politiche dovrebbero essere sistematicamente verificate a fronte dei dati monetari. Infine, la terza scuola di pensiero attribuisce anch'essa grande rilevanza agli andamenti monetari, ma soprattutto a quelli creditizi, seppure per motivi diversi. Per i sostenitori di questa linea è fonte di timore la compresenza di una rapida crescita degli aggregati e di un'ascesa dei prezzi delle attività,

specie se accompagnata da deviazioni considerevoli e perduranti del profilo della spesa dalla sua tradizionale norma. Essi ammettono che nel medio termine tale situazione potrebbe sfociare in un aumento dell'inflazione, ma paventano ancora di più un ciclo *boom-bust* che potrebbe avere costi economici significativi, non esclusa un'indesiderata deflazione su un orizzonte temporale più distante.

Queste disparità di opinione sono il frutto sia dell'esperienza storica sia di mode culturali. Gli adepti della prima scuola di pensiero fanno valere che le previsioni di inflazione formulate in base all'analisi degli squilibri fra domanda e offerta si sono rivelate ragionevolmente corrette in molti paesi e su lunghi periodi. Il loro rifiuto di riconoscere un ruolo più formale alla moneta si fonda in parte sugli insuccessi dell'esperimento "monetarista" degli anni settanta, ma anche sull'incapacità dell'econometria di dimostrare l'esistenza di una relazione causale stabile fra moneta e inflazione nei rispettivi paesi. I sostenitori della seconda scuola rilevano che il loro credo nel nesso fra moneta e inflazione ha solide basi nella teoria. Inoltre, la Deutsche Bundesbank e la Banca nazionale svizzera hanno saputo tradurre tale credo in efficaci politiche antinflazionistiche durante vari decenni. Quanto alla terza scuola di pensiero, essa è influenzata non soltanto dalla teoria del ciclo economico precedente la seconda guerra mondiale, ma anche dalla dolorosa esperienza storica degli episodi di *boom-bust* cui si è accennato sopra.

Se le mode vanno e vengono, nondimeno l'influsso della seconda e della terza scuola di pensiero sta crescendo. Negli ultimi anni varie banche centrali hanno fatto riferimento, nell'aumentare i tassi ufficiali, ai timori per la progressione rapidissima sia del credito sia dei prezzi delle attività. Diverse altre banche centrali hanno annunciato l'intenzione di estendere il loro normale orizzonte di riferimento, al fine di valutare meglio l'intera gamma dei possibili effetti risultanti dalle loro politiche. Infine, pressoché ovunque si sente parlare di una "normalizzazione" dei tassi ufficiali, un concetto da cui discenderebbe implicitamente che l'adeguatezza della politica monetaria non possa essere giudicata unicamente in base al suo impatto di breve periodo.

All'origine di questo cambiamento nel modo di pensare vi sono vari fattori. Prevedere l'inflazione utilizzando le metodologie tradizionali è diventato ovunque più difficile. Le banche centrali sono pertanto alla ricerca di nuovi criteri guida, fra cui l'impiego degli aggregati monetari e creditizi. In effetti, le ricerche condotte presso alcune banche centrali hanno di recente permesso di individuare quella che sembra essere una relazione affidabile fra gli aggregati monetari e l'inflazione su orizzonti temporali lunghi. Inoltre, con il trascorrere del tempo l'insorgere di nuove crisi e l'ulteriore studio di quelle passate hanno fornito evidenze empiriche a sostegno delle motivazioni specifiche addotte dalla terza scuola di pensiero. Infine, con il moltiplicarsi degli indizi secondo cui l'economia mondiale è contraddistinta a un tempo da numerosi squilibri e da un appiattimento nel breve periodo della curva di Phillips, anche le stime delle perdite economiche derivanti da una successiva flessione sono state corrette verso l'alto. In sintesi, sono aumentati i rischi associati a eventuali errori di *policy*. Tutti questi fattori hanno contribuito a ravvivare il dibattito, e in certi casi persino a far cambiare le opinioni.

Un altro interrogativo che dà origine a risposte contrastanti è come meglio comportarsi di fronte a quella che sembrerebbe la naturale prociclicità del sistema finanziario. È auspicabile che in determinate circostanze la politica monetaria opponga resistenza a una fase espansiva, anche in assenza di pressioni inflazionistiche? E, in caso affermativo, in che modo dovrebbe farlo? O forse dovrebbe piuttosto opporsi al successivo rallentamento? E, ancora una volta, in che modo? Oppure, viste le lacune delle nostre conoscenze e dei singoli strumenti operativi attualmente a disposizione, dovrebbe fare entrambe le cose, utilizzando vari strumenti nel medesimo tempo? Non essendo pensabile una ri-regolamentazione profonda dei mercati finanziari, che creerebbe col tempo molte inefficienze deleterie, questo approccio più pragmatico alla prociclicità potrebbe presentare numerosi vantaggi.

La principale motivazione per inasprire la politica monetaria nella fase ascendente del ciclo è quella di moderare gli eccessi nei comportamenti economici e finanziari e, così facendo, contenere i costi della fase discendente. Questo approccio presenta ovviamente alcune importanti difficoltà di ordine pratico. Come valutare se gli squilibri accumulati hanno raggiunto dimensioni tali da richiedere un intervento delle autorità? Quale grado di inasprimento sarebbe necessario per moderare l'euforia del mercato? E la stessa manovra rischierebbe di provocare gravi danni ai segmenti dell'economia che non ne sono toccati? Queste considerazioni sono state ribadite, giustamente, in relazione agli ostacoli che i banchieri centrali incontrerebbero qualora ponessero a obiettivo i prezzi delle attività. Ma l'idea qui è un'altra. Quel che si vuole suggerire è piuttosto di intervenire allorché vari indicatori – non soltanto i prezzi delle attività, ma anche la crescita del credito e il profilo della spesa – si comportano simultaneamente in un modo che segnala un progressivo aumento delle esposizioni. In linea di principio, una siffatta configurazione sarebbe a un tempo più rara e di più facile individuazione. Inoltre, quanto più diffuso è il sentimento di euforia, tanto minore è il rischio che un inasprimento della politica monetaria abbia ripercussioni indesiderate sui settori che ne sono estranei.

Ciò detto, le economie aperte minori, e sempre più spesso anche quelle di dimensioni non tanto piccole, saranno confrontate in questo caso a un problema particolare qualora il livello relativamente elevato dei loro tassi di interesse attragga flussi considerevoli di capitali dall'estero. Tali afflussi possono contribuire a un forte aumento del tasso di cambio e alla creazione di condizioni creditizie interne più accomodanti, anziché più restrittive. Entrambi questi fattori rischiano, per un certo tempo, di acuire gli squilibri sottostanti che preoccupano i responsabili delle politiche, come avvenuto di recente in Nuova Zelanda e Thailandia. Una risposta auspicabile potrebbe essere una politica di bilancio più severa, ma ove si limitasse a rafforzare la fiducia nel paese in questione, tale azione potrebbe attrarre ulteriori capitali. In ogni caso, un inasprimento fiscale non è sempre di facile attuazione a livello politico, non fosse altro perché le entrate tributarie straordinarie associate alle fasi espansive spesso fanno sì che la posizione di bilancio del governo appaia eccessivamente prudente. Su un orizzonte di più lungo periodo, il ripresentarsi di questo genere di difficoltà potrebbe finire per mettere in questione la

sostenibilità di alcune valute minori. Di fatto, ciò concorda con quanto accaduto in Europa dopo che negli anni ottanta furono rimosse le restrizioni ai movimenti internazionali di capitali.

Di fronte a difficoltà estreme di questo tipo, varie economie minori sono ricorse a strumenti amministrativi per contenere l'espansione del credito. A questo fine sono state tentate restrizioni di vario genere aventi per oggetto, fra l'altro, i movimenti di capitali, la riserva obbligatoria, le ponderazioni di rischio e lo scarto di garanzia sui crediti, ma senza ottenere grandi risultati. Tutti i provvedimenti amministrativi di questo tipo, comunque, finiscono inevitabilmente per essere elusi.

Nondimeno, pur dando atto di queste difficoltà di ordine pratico, i costi potenzialmente derivanti dai problemi di fondo sottolineano l'esigenza di una cooperazione più sistematica fra le istanze monetarie e regolamentari interne, rispetto a quanto non sia di norma avvenuto in passato. Basandosi preferibilmente su informazioni migliori di quelle oggi disponibili in merito alle esposizioni di famiglie, imprese e banche, le autorità dovrebbero accordarsi in via preventiva sulle rispettive misure da intraprendere per attenuare i rischi associati con la crescente esposizione creditizia. In certi casi le difficoltà che si profilano potrebbero richiedere una maggiore cooperazione anche a livello internazionale, oltre che interno. Si pensi ad esempio all'Europa centrale e orientale. Gran parte del credito erogato in quest'area proviene da banche commerciali con casa madre nell'Europa occidentale. La quasi totalità di queste banche non presenta un'esposizione patrimoniale significativa, ma l'esposizione macroeconomica dei paesi destinatari dei prestiti è in costante aumento.

Alla luce di tutte le difficoltà che comporta un'azione preventiva, non stupisce che esista anche una seconda scuola di pensiero, la quale essenzialmente accetta che lo scoppio della bolla abbia luogo, ma sostiene che i relativi costi possono essere significativamente ridotti mediante una successiva vigorosa espansione monetaria. In verità, si può rilevare che tale approccio è stato utilizzato a più riprese negli ultimi vent'anni, non da ultimo nel 2001, e sembra in molti casi aver funzionato piuttosto bene.

Anche questo secondo approccio ha però i suoi difetti. Il primo è che potrebbe non funzionare sempre. Si pensi al caso del Giappone, quale esempio concreto di come possa risultare vano "spingere la corda". È davvero pensabile che quindici anni di debole performance economica possano ricondursi al fatto che la Bank of Japan non allentò la politica monetaria in modo abbastanza aggressivo nel 1991? Di fatto, i tassi ufficiali giapponesi calarono in modo assai pronunciato all'epoca, come del resto era avvenuto negli Stati Uniti nel 1930, anche in quel caso con scarsi effetti. Più plausibili come spiegazioni del ristagno giapponese sono la soglia zero dei tassi ufficiali, rivelatasi un vincolo importante, e i livelli eccessivi di investimento e debito accumulati durante la congiuntura favorevole, che hanno gravato pesantemente sull'economia per molti anni.

Sebbene il ricorso a una riduzione dei tassi di interesse per sostenere la domanda rimanga comunque un'opzione sensata, tale riduzione, se protratta troppo a lungo, rischia di produrre effetti collaterali indesiderati. Dal lato dell'offerta, un livello dei tassi di interesse inferiore a quello di equilibrio di

fatto trasferisce ricchezza dai creditori ai debitori, il che tenderà col tempo ad abbassare i saggi di risparmio e il potenziale dell'economia. Se si consente alle società "zombi" di rimanere a galla, è probabile che il continuo eccesso di capacità produttiva pregiudichi i profitti e le possibilità di sopravvivenza delle altre imprese. Sul piano finanziario, un facile accesso al credito può altresì incoraggiare le operazioni di fusione e acquisizione, analogamente a quanto avvenuto piuttosto di recente. Non solo queste operazioni spesso non creano valore aggiunto, come dimostra l'esperienza storica, ma col tempo possono addirittura indurre il settore societario a innalzare in modo più generalizzato il grado di leva al fine di tutelarsi da possibili azioni ostili. All'interno del settore finanziario, la ricerca di rendimento potrebbe favorire comportamenti imprudenti. Tutti questi fattori rendono l'economia sempre più vulnerabile agli shock. Di fatto, fronteggiare oggi il problema della carenza di domanda attraverso una protratta condiscendenza monetaria potrebbe creare le premesse per problemi più gravi in futuro.

Queste considerazioni portano a concludere che il ricorso a iniezioni di liquidità per gestire situazioni problematiche deve quantomeno accompagnarsi a misure più concrete e fondamentali volte a promuovere la riduzione del debito in eccesso e degli investimenti improduttivi accumulati. Le imprese che non hanno possibilità manifeste di sopravvivenza dovrebbero essere prontamente liquidate, lasciando che gli azionisti e i dirigenti ne paghino il prezzo. Alle altre imprese si dovrebbe poi consentire di trovare impieghi alternativi per le risorse rese disponibili. Inoltre, in caso di ripercussioni gravi sul sistema bancario, questo dovrebbe essere ristrutturato ispirandosi ai sani principi enunciati così chiaramente in risposta alle crisi bancarie dei paesi nordici nei primi anni novanta.

Un elemento di complicazione, specie nei mercati emergenti, è che una siffatta ristrutturazione richiede un insieme di competenze di cui molti paesi sono privi. Vi è scarsità di contabili, analisti aziendali, giuristi ed esperti in materia fallimentare. In aggiunta, talvolta le procedure legali non sono ancora sufficientemente sviluppate da permettere interventi rapidi e risolutivi, per vie giudiziali o extragiudiziali. Non è difficile immaginare che in alcuni paesi tali carenze possano fortemente incoraggiare atteggiamenti di acquiescenza nell'eventualità di crisi. Occorre chiaramente porre mano quanto prima a questo aspetto, dal momento che la correzione delle carenze richiederà sicuramente tempo. È vero che le grandi società finanziarie dei paesi industriali avanzati stanno attualmente cercando di fronteggiare tali problemi mettendo insieme équipe di specialisti in liquidazioni e fallimenti. Sempre maggiore preminenza hanno anche i cosiddetti "fondi avvoltoio". Tuttavia, è lecito chiedersi se ciò rappresenti davvero una fonte di sollievo, e non piuttosto di preoccupazione.

Quale direzione per le politiche?

Dopo aver illustrato le varie incertezze riguardanti i futuri eventi economici e finanziari che complicano la scelta della più appropriata risposta di politica economica, dobbiamo purtroppo fare i conti con una realtà ineludibile. Le decisioni vanno comunque prese, e in un'ottica lungimirante. Per fortuna,

l'attuale insieme di circostanze consente di arrischiare alcune raccomandazioni. Sostanzialmente, esse si riassumono nello sfruttare l'odierna congiuntura chiaramente favorevole per prepararsi a un futuro che sarà, per definizione, meno certo.

Per quanto riguarda la politica monetaria, sia chi teme un aumento dell'inflazione nel breve termine, sia chi teme un ulteriore accumulo di squilibri a medio termine potrebbe vedere di buon occhio un nuovo inasprimento. Le pressioni inflazionistiche sembrano globalmente in aumento, mentre gli indizi di squilibri di vario tipo continuano a crescere pressoché ovunque. Per coloro che guardano con inquietudine alle spinte sui prezzi, sono le economie con disavanzi sull'estero, soprattutto le maggiori, che dovrebbero assumersi una speciale responsabilità nel contribuire a moderare la crescita della domanda mondiale. Coloro che invece si preoccupano per gli squilibri e l'allocazione distorta delle risorse noteranno che la Cina sembra presentare uno scarto particolarmente ampio fra il livello effettivo dei tassi di interesse e quello "normale" determinato dal saggio di sviluppo potenziale dell'economia.

Il Giappone è alle prese con perduranti pressioni al ribasso sui prezzi, le quali tuttavia sono sempre più il riflesso degli shock positivi dal lato dell'offerta osservati in altre parti del mondo. Ciò, assieme ai miglioramenti fondamentali realizzati nel livello dell'indebitamento societario e nel volume dei prestiti in sofferenza, implica che si è notevolmente ridotto il rischio di una perniciosa spirale deflazionistica. Il vigore che pare mostrare la crescita economica, e la possibilità che i deflussi di capitali dal Giappone producano effetti sgraditi altrove, forniscono ulteriori argomenti a sostegno della raccomandazione che la Bank of Japan continui sulla via di una graduale normalizzazione dei tassi di interesse.

Considerazioni tanto di breve quanto di medio periodo dovrebbero parimenti orientare la politica di bilancio nella stessa direzione. Un inasprimento fiscale potrebbe concorrere a moderare la crescita della domanda mondiale, benché al riguardo non siano trascurabili i pericoli del *fine-tuning*. In un'ottica di più lungo periodo, tuttavia, i livelli sia del disavanzo sia del debito di molti paesi sono stati definiti preoccupanti. Inoltre, i paesi che presentano deficit gemelli (fiscali ed esterni) potrebbero trarre particolarmente vantaggio da ulteriori progressi nel risanamento. Questo permetterebbe di ridurre i premi al rischio, la probabilità di fughe destabilizzanti di capitali in caso di futuri rallentamenti dell'economia e naturalmente la connessa possibilità di brusche oscillazioni nei mercati dei cambi.

Se è giusto che in generale le grandi economie con tassi di cambio fluttuanti debbano continuare a lasciar muovere liberamente le proprie monete, vi è però chiaramente qualcosa di anomalo nel perdurante calo del valore esterno dello yen. Un inasprimento della politica monetaria contribuirebbe a raddrizzare la situazione, ma il problema di fondo sembra essere la convinzione fin troppo ferma degli investitori che allo yen non sarà consentito di apprezzarsi in modo significativo. Al riguardo, gli investitori farebbero bene a ricordare ciò che avvenne nell'autunno del 1998, allorché la divisa giapponese guadagnò oltre il 10% nei confronti del dollaro statunitense nello spazio di due giorni, infliggendo perdite considerevoli agli operatori coinvolti in strategie di *carry trade*.

Dovrebbe anche esservi una maggiore disponibilità a permettere un apprezzamento del renminbi, sebbene vada riconosciuto che per le autorità cinesi ciò comporterebbe formidabili sfide sul piano interno. Tale politica consentirebbe inoltre un ulteriore apprezzamento di altre valute asiatiche nei confronti del dollaro USA, concorrendo anche per questa via a ridurre gli squilibri commerciali internazionali. Benché in Cina alcuni sembrino ritenere che all'origine dei recenti problemi del Giappone vi sia il fatto di aver lasciato che lo yen si apprezzasse negli ultimi anni ottanta, questa lettura della storia non è corretta. Le premesse della recessione giapponese vanno piuttosto individuate nella precedente forte crescita monetaria intesa a mantenere lo yen su valori bassi. E, considerati i recenti tassi di espansione del credito, gli incrementi dei prezzi delle attività e gli investimenti massicci nell'industria pesante, anche l'economia cinese sembra mostrare sintomi molto simili e inquietanti.

Le attuali condizioni economiche e finanziarie assai favorevoli dovrebbero poi assecondare riforme strutturali volte a migliorare la crescita in tutto il mondo. La maggiore sfida riguardante l'economia reale è forse quella di agevolare il riorientamento verso i servizi *non-tradable* in paesi che presentano attualmente ampi avanzi commerciali, in particolare la Cina e il Giappone. Per analogia, il riorientamento verso il settore dei *tradable* è necessario negli Stati Uniti, allo scopo di contribuire a ridurre il disavanzo di conto corrente.

Il problema è che al momento l'allocazione delle risorse in tutti e tre questi paesi si sta muovendo decisamente nella direzione sbagliata. In Cina e Giappone gli investimenti sono ancora in ampia misura orientati ai mercati di esportazione. Inoltre, qualora la regione asiatica fosse colpita da uno shock economico, è alquanto probabile che si farebbe ancor più affidamento sulle esportazioni per mantenere la crescita dell'occupazione. Ne risulterebbe chiaramente acuito il pericolo di un ulteriore aumento delle pressioni protezionistiche nei paesi occidentali, già considerevoli. Negli Stati Uniti ai fini dell'aggiustamento dei conti con l'estero non sono stati certo propizi i recenti massicci investimenti nell'edilizia residenziale. Gli immobili sono per eccellenza beni *non-tradable*, non fungibili e di lunga durata. Di qui la possibilità che, per conseguire la riallocazione interna di capitale e lavoro necessaria nei paesi in questione, il segnale di prezzo fornito dai movimenti del tasso di cambio debba essere di entità assai maggiore.

Quanto agli sviluppi nel settore finanziario, quand'anche fosse possibile, sarebbe ovviamente indesiderabile cancellare i cambiamenti intervenuti negli ultimi decenni nei paesi industriali avanzati. Ciò nonostante, è forse lecito esprimere maggiore scetticismo riguardo ad alcuni dei presunti benefici apportati dall'avvento di nuovi operatori, nuovi strumenti e nuovi modelli operativi, in particolare l'approccio "originate and distribute", divenuto così diffuso. Questi sviluppi presentano sì chiari benefici, ma possono al tempo stesso provocare effetti collaterali, con i relativi costi. Per quanto riguarda le economie emergenti, è essenziale che la liberalizzazione sia preceduta da modifiche strutturali tali da consentire di preservare la resilienza dei sistemi finanziari di fronte a shock sia interni sia esterni. Benché siano già stati realizzati molti progressi, il cammino da compiere è ancora lungo.

Infine, vale la pena notare che le autorità nazionali hanno sempre dovuto affrontare il problema di reagire agli shock esterni, ma nel mondo attuale globalizzato e retto dal mercato questi shock hanno assunto una rilevanza ben maggiore. Inoltre, per gli stessi motivi, l'azione delle autorità nazionali produce in misura crescente effetti esterni, condizionando l'operato di quelle degli altri paesi. Se tali interazioni valgono in tempi favorevoli, ancor più importanti divengono forse in circostanze avverse, allorché è necessario coordinare gli sforzi di numerose autorità nazionali per gestire i problemi internazionali con i minori costi possibili. Sebbene in molti ambiti la cooperazione fra paesi si sia rafforzata, la struttura politica e istituzionale non ha tenuto il passo delle nuove realtà mondiali. Vi è tuttora un'eccessiva tendenza delle autorità dei singoli paesi ad agire isolatamente e, sul piano internazionale, a non andare oltre la fase del dialogo. È questo un altro squilibrio mondiale che va affrontato con urgenza.

Indice

Organizzazione, <i>governance</i> e attività della Banca	171
Organizzazione e <i>governance</i> della Banca	171
<i>La BRI, la sua amministrazione e gli azionisti</i>	171
<i>Organigramma della BRI al 31 marzo 2007</i>	173
<i>Governance interna della Banca</i>	173
Promozione della cooperazione finanziaria e monetaria internazionale:	
contributi diretti della BRI	174
<i>Consultazioni periodiche su questioni monetarie e finanziarie</i>	174
<i>Uffici di rappresentanza</i>	175
<i>Istituto per la stabilità finanziaria</i>	178
Promozione della stabilità finanziaria per il tramite dei comitati permanenti ospitati dalla BRI	179
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	179
<i>Comitato sul sistema finanziario globale</i>	181
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i>	182
<i>Comitato sui mercati</i>	183
<i>Central Bank Counterfeit Deterrence Group</i>	184
Altre aree di cooperazione tra banche centrali sotto l'egida della BRI	184
<i>Attività di ricerca</i>	184
<i>Governance interna delle banche centrali</i>	185
<i>Cooperazione in ambito statistico</i>	185
<i>Gruppo di esperti di informatica delle banche centrali del G10</i>	188
<i>Cooperazione con i gruppi regionali di banche centrali</i>	188
<i>Audit interno</i>	189
Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata	190
<i>Gruppo dei Dieci</i>	190
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i>	190
<i>Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa</i>	192
<i>Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi</i>	193
Servizi finanziari della Banca	195
<i>Servizi bancari</i>	195
<i>Operazioni del Dipartimento bancario nel 2006/07</i>	195
<i>Grafico: Totale di bilancio e investimenti della clientela, per strumento</i>	196
<i>Funzioni di agente e fiduciario</i>	197
Aspetti istituzionali e amministrativi	198
<i>Amministrazione della Banca</i>	198
Utile netto e sua ripartizione	200
<i>Utile netto</i>	200
<i>Politica dei dividendi</i>	201
<i>Proposta di ripartizione dell'utile netto per l'esercizio finanziario</i>	202
<i>Relazione della Società di revisione</i>	202
Consiglio di amministrazione	203
Dirigenti della Banca	204
Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione	204
Banche centrali membri della BRI	206

Situazioni dei conti	207
Situazione patrimoniale	208
Conto profitti e perdite	209
Rendiconto finanziario	210
Ripartizione degli utili	211
Evoluzione delle riserve statutarie della Banca	211
Evoluzione del capitale della Banca	212
Note integrative	213
Relazione della Società di revisione	248
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni	249

Organizzazione, *governance* e attività della Banca

Questa sezione traccia un quadro generale dell'organizzazione e della *governance* interne della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) e passa in rassegna le attività che la BRI e i gruppi internazionali da essa ospitati hanno svolto durante lo scorso esercizio finanziario. 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 sua amministrazione e 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 562 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 incentivare il dialogo con altre autorità cui compete la salvaguardia della stabilità finanziaria;
- centro di ricerca su problematiche rilevanti per le banche centrali e le autorità di vigilanza del settore finanziario;
- 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 organismi e comitati che operano per la promozione della stabilità finanziaria:

- 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 assicurativa e l'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi; si tratta di organizzazioni indipendenti, i cui segretariati sono anch'essi ospitati dalla Banca, ma che non riferiscono direttamente alla BRI o alle banche centrali suoi membri;
- l'Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics; gestito dalla comunità internazionale delle banche centrali, opera sotto gli auspici della BRI.

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

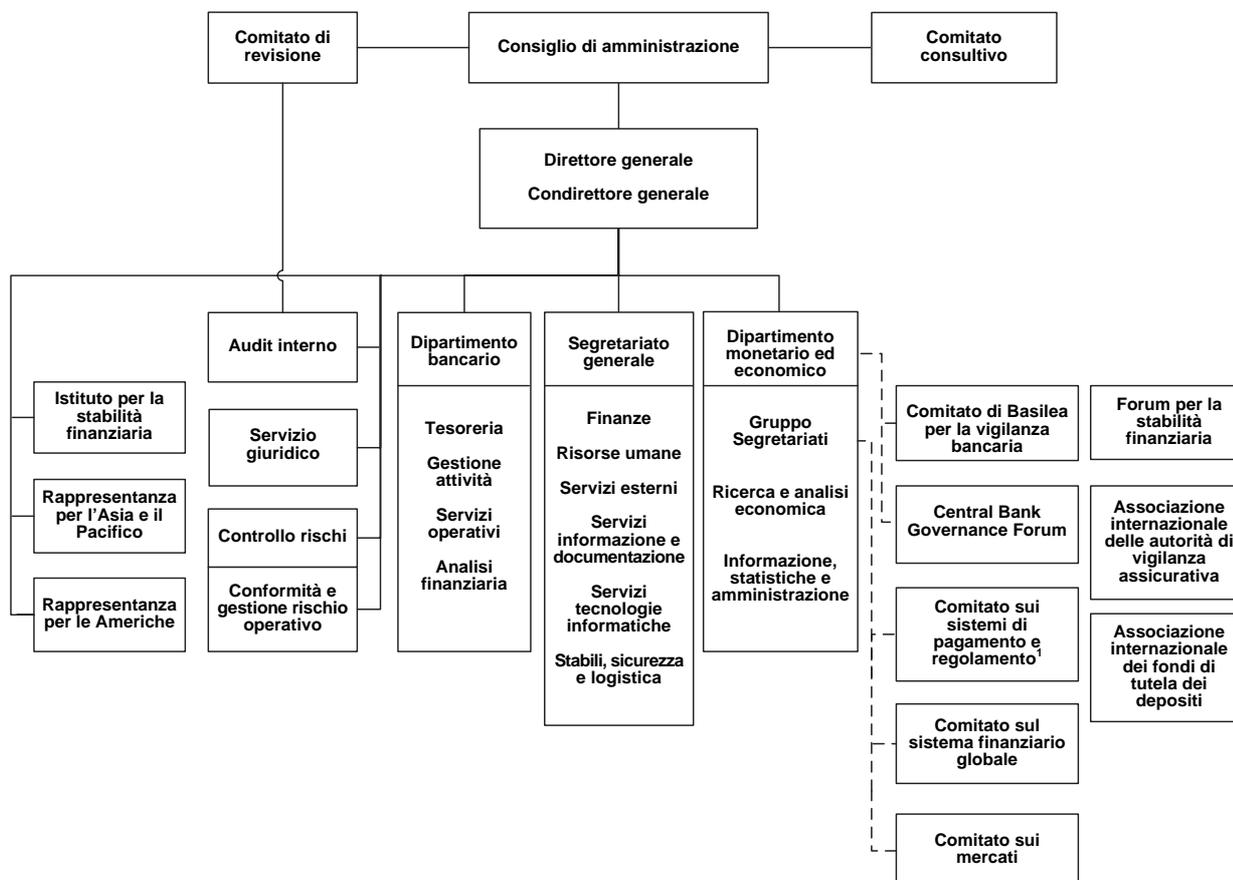
La Banca si compone di tre dipartimenti principali: il Dipartimento monetario ed economico, il Dipartimento bancario e il Segretariato generale. A questi si aggiungono il Servizio giuridico, l'unità di Conformità e gestione rischio operativo, le unità di Audit interno e Controllo rischi, e l'Istituto 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.

Tre organi principali dirigono e amministrano la Banca:

- 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 2006 vi hanno partecipato i rappresentanti di 100 banche centrali, di cui 77 a livello di Governatore, nonché i delegati di 20 istituzioni internazionali;
- il Consiglio di amministrazione, composto attualmente di 19 membri. Le sue funzioni principali includono la determinazione degli indirizzi strategici e delle politiche della Banca nonché 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.

In chiusura di questa sezione figurano gli elenchi delle banche centrali membri, dei Consiglieri e dei Dirigenti, nonché un resoconto dei recenti avvicendamenti intervenuti in seno al Consiglio di amministrazione e alla Direzione.

Organigramma della BRI al 31 marzo 2007



¹ Il Segretariato del CSPR svolge anche le funzioni di Segretariato del Central Bank Counterfeit Deterrence Group.

Governance *interna della Banca*

Ampliamento del Consiglio di amministrazione

Al fine di rafforzare ulteriormente la cooperazione tra banche centrali e in linea con il ruolo sempre più globale della Banca, il 26 giugno 2006 il Consiglio di amministrazione ha deciso di eleggere, conformemente all'Articolo 27(3) dello Statuto della Banca, tre Consiglieri addizionali fra i Governatori delle banche centrali. Guillermo Ortiz, Governatore del Banco de México, Jean-Claude Trichet, Presidente della Banca centrale europea e Zhou Xiaochuan, Governatore della People's Bank of China, sono stati debitamente eletti con decorrenza dal 1° luglio 2006. Il loro mandato dura tre anni e può essere rinnovato.

Facendo seguito all'aumento del numero di azionisti della BRI negli ultimi anni, queste nuove nomine estendono la diversificazione internazionale dei suoi membri a livello di Consiglio di amministrazione.

Promozione della cooperazione finanziaria e monetaria internazionale: contributi diretti della BRI

Consultazioni periodiche su questioni monetarie e finanziarie

Ogni due mesi i Governatori e gli alti funzionari delle banche centrali membri della BRI si riuniscono in una serie di incontri per discutere gli andamenti e le prospettive mondiali in campo economico e finanziario, nonché per scambiare pareri ed esperienze su tematiche di particolare interesse o rilevanza per le banche centrali. Queste riunioni bimestrali, che si svolgono generalmente a Basilea, rappresentano uno dei principali strumenti attraverso i quali la BRI promuove la cooperazione all'interno della comunità di banche centrali. Le riunioni del novembre 2006 hanno avuto luogo a Sydney e sono state ospitate dalla Reserve Bank of Australia.

La serie di riunioni bimestrali comprende, in particolare, il Global Economy Meeting e l'All Governors' Meeting. Il Global Economy Meeting, ai cui dibattiti partecipano oltre 30 Governatori delle principali economie industriali ed emergenti, è dedicato al monitoraggio degli andamenti economici e finanziari nonché alla valutazione dei rischi e delle opportunità per l'economia e i mercati finanziari mondiali. Nel maggio 2006 il Consiglio dei Governatori ha adottato per questo incontro un nuovo formato, applicato a partire dal settembre dello stesso anno. Un'importante innovazione è consistita nell'ampliamento del numero dei partecipanti alle riunioni, alle quali vengono generalmente invitati i Governatori di un più ampio gruppo di economie medio-piccole, introducendo al tempo stesso una rappresentanza regionale più appropriata.

L'All Governors' Meeting, al quale intervengono tutti i Governatori delle banche centrali azioniste della BRI, tratta temi di interesse generale per l'intero gruppo di banche centrali membri. Nel 2006/07 gli argomenti discussi sono stati:

- la misurazione dell'inflazione come elemento chiave nell'attuazione della politica monetaria;
- gli sviluppi nell'ambito dei sistemi di pagamento e regolamento di elevato ammontare;
- le tendenze dell'integrazione finanziaria nelle economie emergenti e problematiche connesse;
- le sfide in ambito statistico per la conduzione delle politiche delle banche centrali, nonché il ruolo e l'attività dell'Irving Fisher Committee;
- l'organizzazione e l'attuazione della gestione del rischio nella *governance* di importanti istituzioni finanziarie del settore privato.

Altri incontri regolari che si svolgono nel corso di queste consultazioni bimestrali sono le riunioni dei Governatori dei paesi del G10 e quelle dei Governatori delle principali economie emergenti, nelle quali vengono affrontate tematiche di particolare rilevanza per i rispettivi gruppi di economie. Anche i Governatori membri del Central Bank Governance Group si riuniscono periodicamente.

Poiché non tutte le banche centrali sono direttamente coinvolte nei lavori dei comitati con sede a Basilea e degli altri organismi ospitati dalla Banca,

vengono organizzati all'occorrenza incontri *ad hoc* per i Governatori al fine di aggiornarli in merito all'operato di questi gruppi specializzati o per approfondire temi di diretta rilevanza. Nel 2006/07 gli incontri di questo tipo hanno trattato i seguenti argomenti:

- i rapporti tra le banche centrali e le autorità governative;
- le sfide poste alle banche centrali dagli attuali sviluppi economici e finanziari globali, specie per quanto riguarda il loro impatto su economie industriali ed emergenti minori;
- le implicazioni della crescita delle economie emergenti per il sistema monetario internazionale.

Nell'analizzare gli aspetti connessi con la stabilità finanziaria, i Governatori reputano importante confrontarsi con i responsabili degli organi di vigilanza, con altre autorità finanziarie e con esponenti di alto livello del settore finanziario privato. La Banca organizza regolarmente dibattiti informali fra rappresentanti dei settori pubblico e privato, incentrati sui comuni interessi nella promozione e nel mantenimento di un sistema finanziario internazionale solido e ben funzionante. La Banca organizza inoltre, periodicamente o *ad hoc*, vari altri incontri destinati agli alti funzionari delle banche centrali, ai quali sono talvolta invitati a contribuire altre autorità finanziarie, il settore finanziario privato e il mondo accademico.

Fra gli incontri destinati agli alti funzionari delle banche centrali che hanno luogo con minore frequenza si segnalano:

- le riunioni dei gruppi di lavoro sulla politica monetaria, tenute a Basilea, ma anche a livello regionale presso varie banche centrali in Asia, Europa centrale e orientale e America latina;
- la riunione dei Sostituti dei Governatori delle economie emergenti, che quest'anno ha preso in esame la mutata natura del meccanismo di trasmissione della politica monetaria in tali economie.

Uffici di rappresentanza

L'Ufficio di rappresentanza per l'Asia e il Pacifico (Ufficio asiatico) e quello per le Americhe (Ufficio per le Americhe) perseguono l'obiettivo di intensificare i contatti della BRI con le banche centrali e le autorità di vigilanza finanziaria regionali e di promuovere la cooperazione all'interno delle rispettive aree geografiche. Gli Uffici organizzano incontri, incentivano lo scambio di dati e informazioni e contribuiscono alla ricerca finanziaria ed economica della Banca. Essi coadiuvano inoltre la BRI nella fornitura di servizi bancari organizzando visite periodiche ai gestori delle riserve delle banche centrali e incontri a livello sia tecnico sia manageriale.

Asia-Pacifico

Durante lo scorso anno l'Ufficio asiatico si è adoperato per rafforzare i rapporti con gli azionisti della BRI nella regione. A tal fine, sono stati potenziati gli organici della sala contrattazioni e, soprattutto, del gruppo di ricerca.

L'Ufficio asiatico ha organizzato o patrocinato diverse riunioni su politica monetaria, sviluppo dei mercati finanziari e stabilità finanziaria. Degna di

nota è stata la riunione ad alto livello dedicata al monitoraggio dei mercati finanziari da parte delle banche centrali, tenutasi in collaborazione con la People's Bank of China a Hong Kong SAR nel novembre 2006. Altri incontri sono stati organizzati congiuntamente con i gruppi di lavoro dell'Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP) sulla vigilanza bancaria e sui mercati finanziari, così come con l'Hong Kong Institute for Monetary Research.

Attività bancaria e fondi obbligazionari asiatici

La sala contrattazioni dell'Ufficio asiatico ha compiuto ulteriori progressi nel completare la gamma di servizi bancari della BRI offerta alla clientela della regione. Essa ha continuato a espandere la sua attività in cambi e ha inoltre ampliato gli investimenti nella regione mediante collocamenti presso controparti esistenti e nuovi sbocchi.

In qualità di gestore del primo Asian Bond Fund (ABF1), un'iniziativa dell'EMEAP, la BRI continua a effettuare investimenti di portafoglio in titoli denominati in dollari USA di emittenti sovrani e quasi sovrani di otto economie dell'EMEAP.

Come amministratore dei fondi, la Banca ha contribuito ad ampliare l'offerta al pubblico di fondi obbligazionari mediante il secondo Asian Bond Fund (ABF2) dell'EMEAP. In questo ambito, undici banche centrali hanno stanziato parte delle loro riserve internazionali per acquistare fondi che investono in titoli denominati in valuta nazionale emessi da mutuatari sovrani e quasi sovrani di otto economie dell'EMEAP. Il lancio di fondi obbligazionari quotati in Corea, Filippine e Indonesia, in aggiunta ai quattro fondi mono-mercato creati lo scorso anno, ha contribuito ad accrescere l'ammontare complessivo dell'ABF2 a \$3,1 miliardi a fine marzo 2007. Circa \$800 milioni di investimenti privati integrano ora gli impieghi delle banche centrali, saliti da \$2 a 2,3 miliardi. A fine marzo 2007, nei suoi primi 21 mesi di operatività, il Pan Asia Bond Index Fund aveva reso circa il 17%.

Consiglio consultivo asiatico e riunione speciale dei Governatori in Asia

Il Consiglio consultivo asiatico (CCA) riunisce i Governatori delle banche centrali membri della BRI nella regione Asia-Pacifico e costituisce un canale di comunicazione tra queste banche e il Consiglio di amministrazione e la Direzione della BRI su questioni e problemi di interesse per la comunità di banche centrali asiatiche. I servizi di segretariato del CCA sono forniti dall'Ufficio asiatico della BRI.

In occasione di due riunioni del CCA le banche centrali asiatiche azioniste hanno avuto l'opportunità di orientare il Consiglio di amministrazione e la Direzione della BRI sulle iniziative più appropriate per rafforzare i rapporti tra la Banca e questa comunità. Tali iniziative includono l'ampliamento dei servizi bancari, il potenziamento del lavoro svolto dall'Istituto per la stabilità finanziaria e un programma triennale di ricerca per l'Asia per contribuire a migliorare la politica e le operazioni monetarie, a sviluppare i mercati monetario e dei capitali, nonché a promuovere la stabilità finanziaria e la politica prudenziale. In entrambe le riunioni i membri del CCA hanno discusso dei vari argomenti

di ricerca, formulando suggerimenti alla luce degli aspetti critici rilevanti per le politiche economiche. La riunione di febbraio a Hong Kong SAR ha offerto al CCA l'occasione di riferire in merito ad alcune attività di ricerca giunte a compimento, in particolare lo studio condotto sul settore del credito alle famiglie in Asia. Inoltre, la presidenza della Task Force on Regional Cooperation among Central Banks ha presentato un resoconto del lavoro commissionatole nella riunione del CCA dell'anno precedente.

Ogni anno la BRI ospita una riunione speciale dei Governatori in Asia. In occasione di questo incontro informale i Governatori delle banche centrali passano in rassegna la situazione economica e finanziaria mondiale, con particolare attenzione agli sviluppi nella regione Asia-Pacifico. Alla nona riunione speciale dei Governatori, tenutasi dopo l'incontro del CCA di febbraio, i Governatori della regione e i loro omologhi di diversi altri paesi hanno esaminato la politica da adottare in risposta agli ingenti afflussi di capitali provenienti da paesi esterni alla regione, le prospettive economiche e il modo in cui le banche centrali dovrebbero monitorare i mercati finanziari.

Programma di ricerca per l'Asia

Il programma triennale di ricerca per l'Asia ha avuto inizio nel settembre 2006. I rappresentanti delle banche centrali e delle autorità di vigilanza bancaria della regione si sono organizzati in due gruppi di ricerca, uno incentrato sulla politica monetaria e sui tassi di cambio, l'altro sull'analisi delle istituzioni e dei mercati finanziari. Essi si scambiano informazioni su questioni di *policy*, individuano progetti di collaborazione e organizzano convegni. Cinque economisti sono stati assunti con contratti per una durata massima di tre anni. Nel quadro del programma sono stati inoltre ospitati, e continuano a essere invitati, ricercatori di banche centrali regionali, di università e di altri istituti dell'area.

Americhe

Nel suo quarto anno di operatività l'Ufficio per le Americhe si è dedicato a rafforzare i contatti con le banche centrali e a intensificare la cooperazione con le autorità di vigilanza regionali. Pur non disponendo, a differenza dell'Ufficio asiatico, di una propria sala di contrattazione, esso promuove attivamente i servizi bancari della BRI nella regione. Tra i principali eventi in questo ambito va segnalato il seminario ad alto livello sulla gestione delle riserve, tenuto a Santiago del Cile nel maggio 2006.

Le attività di ricerca dell'Ufficio hanno riguardato principalmente l'andamento dei mercati del reddito fisso nei paesi della regione e la modellizzazione economica (i cosiddetti modelli dinamici stocastici di equilibrio generale, DSGE).

L'Ufficio ha inoltre organizzato o patrocinato una serie di riunioni ad alto livello in Messico e in altri paesi, talvolta in collaborazione con le banche centrali e altre istituzioni della regione. Vanno menzionati in particolare: un convegno per le banche centrali regionali sui meccanismi di trasmissione della politica monetaria (Colombia, marzo 2007); un incontro del Working Party on Monetary Policy in Latin America (Perù, ottobre 2006); due sessioni

dell'11^a Assemblea annuale della Latin America and Caribbean Economic Association (Città del Messico, novembre 2006), l'una sull'impiego dei modelli DSGE nell'analisi economica, l'altra sullo sviluppo dei mercati obbligazionari nazionali e sulle implicazioni per la stabilità finanziaria. Si segnalano anche i numerosi seminari regionali organizzati prevalentemente dall'Istituto per la stabilità finanziaria.

Istituto per la stabilità finanziaria

L'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF) assiste le autorità di vigilanza del settore finanziario in tutto il mondo nel rafforzare la sorveglianza sui rispettivi sistemi finanziari, promuovendo così la stabilità finanziaria globale. L'ISF segue una duplice strategia diretta a diffondere standard e prassi corrette soprattutto a beneficio dei settori di vigilanza bancaria e assicurativa.

Incontri, seminari e conferenze

Il primo elemento della strategia è rappresentato dalla serie di incontri ad alto livello, seminari e conferenze che l'ISF da tempo organizza a Basilea e in varie regioni del mondo. Nel 2006 hanno avuto luogo complessivamente 52 eventi su una vasta gamma di tematiche riguardanti il settore finanziario, cui hanno partecipato oltre 1 600 esponenti di banche centrali e organismi di vigilanza bancaria e assicurativa. Di particolare rilievo sono stati gli incontri regionali ad alto livello destinati ai Sostituti dei Governatori e ai responsabili delle autorità di vigilanza in Asia, America latina e Medio Oriente, che hanno trattato principalmente l'attuazione del Basilea 2.

FSI Connect

Il secondo elemento della strategia consiste nell'FSI Connect, uno strumento di informazione e istruzione in rete concepito per gli addetti alla vigilanza finanziaria e le banche centrali. FSI Connect si compone attualmente di oltre 120 moduli che coprono un'ampia gamma di argomenti, in continuo aumento, destinati agli utenti di tutti i livelli di esperienza e competenza tecnica. Quaranta moduli relativi ad aspetti patrimoniali e al Basilea 2 sono ora disponibili in francese e spagnolo. Più di 125 banche centrali e autorità di vigilanza sono iscritte all'FSI Connect, per un totale di oltre 8 000 utenti. Il sistema è a disposizione degli utenti registrati 24 ore su 24, sette giorni alla settimana.

Altre iniziative di rilievo

Nel 2006 l'ISF ha aggiornato la rassegna del 2004 sui piani attuativi dei singoli paesi per il Basilea 2. I risultati più recenti hanno confermato che oltre 90 paesi intendono applicare il nuovo schema di regolamentazione e che la maggior parte di essi comincerà con i metodi meno avanzati. Rispetto all'indagine del 2004, alcuni paesi prevedono leggeri ritardi nel programma di attuazione, che sembrano riflettere una valutazione più realistica delle operazioni necessarie per l'adozione dello schema, specie per quanto concerne i metodi più sofisticati.

Promozione della stabilità finanziaria per il tramite dei comitati permanenti ospitati dalla BRI

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), presieduto da Nout Wellink, Presidente della Nederlandsche Bank, fornisce una sede per il dibattito e la condivisione di informazioni fra le autorità di vigilanza. Esso si adopera per migliorare le prassi di gestione del rischio e i sistemi di vigilanza del settore bancario e promuove i meccanismi per un'efficace applicazione in molti paesi dei principi elaborati dal Comitato stesso.

Ristrutturazione dei gruppi del Comitato

Nell'ottobre 2006 il CBVB ha adottato una nuova struttura semplificata per i propri gruppi di lavoro. Pur preservando la rilevanza attribuita alle questioni di adeguatezza patrimoniale, questa ristrutturazione sottolinea l'importanza di una strategia prospettica basata su quattro elementi interconnessi che si rafforzano a vicenda:

- mantenimento di basi patrimoniali solide per le banche;
- rafforzamento di queste basi attraverso la promozione di altre infrastrutture necessarie a una corretta vigilanza;
- elaborazione di risposte proporzionate e flessibili sul piano delle politiche;
- intensificazione e ampliamento del raggio di azione per favorire il coinvolgimento delle autorità di vigilanza non membri del Comitato, così come di altri settori finanziari e operatori di mercato.

A sostegno di tale strategia il CBVB ha riorganizzato le sue attività ripartendole nei seguenti quattro gruppi principali:

- l'Accord Implementation Group, istituito per promuovere lo scambio di informazioni e la coerenza nell'applicazione del Basilea 2;
- l'Accounting Task Force, il cui operato mira ad assicurare che le norme e prassi internazionali di contabilità e audit promuovano una sana gestione del rischio presso le istituzioni finanziarie, favoriscano la disciplina di mercato tramite la trasparenza e rafforzino la sicurezza e la solidità del sistema bancario;
- l'International Liaison Group, che rappresenta una struttura di collegamento per intensificare i contatti del Comitato con le autorità di vigilanza di tutto il mondo su un'ampia gamma di questioni;
- il Policy Development Group, che individua e passa in rassegna le nuove problematiche di vigilanza, proponendo e sviluppando al tempo stesso le politiche atte a promuovere un sistema bancario sano ed elevati standard prudenziali.

Applicazione del nuovo schema di regolamentazione del patrimonio (Basilea 2)

L'applicazione coerente su base internazionale del Basilea 2 continua a rappresentare un importante obiettivo del Comitato. Per favorire questo processo e assistere le banche e le autorità di vigilanza nei lavori preparatori, il CBVB

ha diffuso una serie di documenti che forniscono ulteriori chiarimenti e indicazioni su una gamma di temi riguardanti l'adozione dei nuovi requisiti patrimoniali. Fra gli argomenti trattati figurano lo scambio di informazioni tra paese di origine e paese ospitante per un'efficace applicazione del Basilea 2, la "verifica d'uso" per l'approccio basato sui rating interni, la gamma di prassi osservate in relazione a elementi chiave dei metodi avanzati di misurazione (AMA) per il rischio operativo, nonché la cooperazione tra gli organi di vigilanza del paese di origine e del paese ospitante e i meccanismi di allocazione nell'ambito degli AMA.

Quest'anno il Comitato sta prestando particolare attenzione al secondo pilastro (processo di controllo prudenziale) del Basilea 2, di riflesso al crescente interessamento mostrato a livello internazionale sia dalle autorità di vigilanza sia dagli operatori. Un esempio specifico è l'impiego da parte dell'Accord Implementation Group di casistiche che consentono alle autorità di vigilanza e alle banche di affrontare aspetti applicativi pratici.

Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria

Alla Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria svoltasi nell'ottobre 2006 a Mérida, in Messico, gli alti funzionari di vigilanza bancaria e i rappresentanti delle banche centrali di oltre 120 paesi hanno approvato una versione significativamente aggiornata dei *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria* e della relativa metodologia. I 25 principi fondamentali rappresentano i requisiti minimi concordati a livello mondiale per la regolamentazione e la vigilanza del sistema bancario, mentre la metodologia fornisce linee guida sul modo di interpretare e valutare tali principi.

Il Comitato di Basilea ha deciso di aggiornare i principi fondamentali, promulgati per la prima volta nel 1997, alla luce delle numerose innovazioni e degli sviluppi che hanno interessato l'attività bancaria, gli strumenti finanziari e i mercati in cui operano le banche, così come i metodi e gli approcci adottati dalle autorità di vigilanza. Inoltre, l'esperienza acquisita tramite le valutazioni dei singoli paesi aveva evidenziato la necessità di chiarire e potenziare gli elementi chiave dei principi esistenti.

La nuova versione dei principi fondamentali annette un peso considerevolmente maggiore a prassi corrette per la gestione del rischio e il governo societario. Sono stati parimenti rafforzati i criteri per affrontare la lotta al riciclaggio di denaro, il finanziamento di attività terroristiche e la prevenzione delle frodi. Inoltre, i nuovi principi rispecchiano in modo più completo le tendenze e gli sviluppi transnazionali e intersettoriali, come pure la necessità di una più stretta cooperazione e condivisione di informazioni tra le autorità di vigilanza di giurisdizioni e settori diversi. È stata ulteriormente sottolineata l'importanza che rivestono l'indipendenza, la responsabilità e la trasparenza delle autorità di vigilanza bancaria.

Contabilità, audit e conformità

Nel giugno 2006 il Comitato di Basilea ha messo a punto le linee guida prudenziali sull'impiego dell'opzione di contabilizzazione al valore equo (*fair value*) per gli strumenti finanziari da parte delle banche e continuerà a

seguirne l'applicazione. Durante lo scorso anno il CBVB ha assunto un ruolo attivo nell'elaborazione di standard internazionali di contabilità e revisione, rispondendo a diverse richieste formali di *feedback* in questo ambito avanzate dall'International Accounting Standards Board e da altri organismi di normazione. In seguito all'accresciuto impiego delle stime al valore equo nei documenti contabili, il Comitato si è adoperato per garantirne l'affidabilità, la rilevanza e la controllabilità. Accanto al lavoro sui criteri contabili per gli strumenti finanziari, sta esaminando le problematiche connesse con lo sviluppo di un quadro concettuale comune e le principali questioni di audit nell'ottica della vigilanza bancaria.

Ampliamento del raggio di azione

Negli ultimi anni il Comitato di Basilea si è impegnato per intensificare il dialogo con gli organi di vigilanza di tutto il mondo. Alla Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria dell'ottobre 2006, i partecipanti hanno ribadito l'importanza di migliorare ulteriormente l'assetto di *governance* e la gestione del rischio delle banche, confermando la loro ferma intenzione di rafforzare la cooperazione e lo scambio di informazioni tra organi di vigilanza. Essi si sono inoltre soffermati sulle questioni sollevate dalla crescente presenza di banche internazionali nei mercati nazionali.

L'International Liaison Group (ILG) offre una piattaforma che consente ai paesi non membri di contribuire alle nuove iniziative del Comitato di Basilea nella loro fase iniziale e di sviluppare proposte di particolare interesse per i suoi membri. Tramite l'operato dell'ILG, gli incontri con i gruppi regionali di autorità di vigilanza bancaria, la Conferenza internazionale biennale delle autorità di vigilanza bancaria e altri meccanismi formali e informali, il Comitato continuerà a esplorare nuovi modi per ampliare il dialogo con i paesi non membri e sostenere l'attuale livello di coinvolgimento.

Comitato sul sistema finanziario globale

Il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG), presieduto da Donald L. Kohn, Vice Presidente del Board of Governors del Federal Reserve System, ha il compito di monitorare gli sviluppi nei mercati finanziari e di analizzarne le implicazioni per la stabilità finanziaria. Oltre alle banche centrali del G10 e alla Banque centrale du Luxembourg suoi membri, alle riunioni del Comitato sono invitati regolarmente anche i rappresentanti delle banche centrali e delle autorità monetarie di Australia, Brasile, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Messico, Singapore e Spagna.

Fra i principali temi di discussione trattati lo scorso anno figurano:

- il possibile impatto di una repentina rivalutazione del rischio e della trasmissione di shock all'economia reale in mercati dei capitali sempre più integrati;
- la capacità del sistema finanziario mondiale di ripartire i rischi su una più ampia base di investitori alla luce delle innovazioni nei prodotti creditizi strutturati;

- i rischi che potrebbero derivare dalle operazioni di *carry trade* nelle quali gli investitori si indebitano in valute a basso rendimento e investono in quelle più remunerative;
- l'impatto delle variazioni nella volatilità dei mercati finanziari sulla stabilità finanziaria globale.

Nell'intento di approfondire la comprensione degli sviluppi strutturali nei mercati finanziari, il CSFG ha istituito due gruppi di lavoro. Il primo ha concentrato la propria attività sulle determinanti delle scelte di portafoglio degli investitori istituzionali e le loro potenziali implicazioni per il sistema finanziario, dato il ruolo sempre più importante che tali investitori svolgono nell'incanalare il risparmio delle famiglie e le attività pensionistiche verso i mercati finanziari.

Il secondo gruppo ha studiato l'impatto sull'intermediazione finanziaria nazionale di un aumento del debito in valuta locale a scapito di quello in valuta estera nelle economie emergenti e le difficoltà che permangono nello sviluppo di mercati obbligazionari locali più liquidi.

Inoltre, il Comitato ha organizzato diverse riunioni specifiche:

- un convegno sui cambiamenti strutturali nei mercati creditizi per aggiornare le informazioni raccolte in precedenti iniziative del CSFG e per discutere le tendenze in atto in tali mercati;
- un convegno sugli effetti di bilancio e sui differenziali di rendimento obbligazionari nei mercati emergenti per comprendere i fattori che influenzano i differenziali sul debito sovrano;
- un convegno sull'impiego delle statistiche finanziarie internazionali della BRI negli studi sulla stabilità finanziaria mondiale;
- incontri regionali sul credito ipotecario presso la Bank Negara Malaysia e la Danmarks Nationalbank, in seguito alla pubblicazione del rapporto *Housing finance in the global financial system*, elaborato da un gruppo di lavoro del CSFG.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR), presieduto da Timothy F. Geithner, Presidente e *Chief Executive Officer* della Federal Reserve Bank di New York, contribuisce al rafforzamento dell'infrastruttura dei mercati finanziari attraverso la promozione di sistemi di pagamento e regolamento solidi ed efficienti. Esso coopera con altre istituzioni e consessi internazionali e coinvolge nelle sue attività un ampio numero di banche centrali.

Nel 2006 il Comitato ha condotto una nuova indagine sulle modalità adottate dalle banche e da altre istituzioni per la gestione del rischio connesso con il regolamento delle operazioni in valuta. I risultati di questo studio permetteranno al Comitato di determinare la misura in cui il rischio di regolamento valutario rappresenta ancora un elemento di pericolo per il sistema finanziario e di stabilire se siano necessarie ulteriori iniziative da parte delle singole istituzioni, del settore o delle banche centrali. La loro pubblicazione è prevista per la fine del 2007.

Nel gennaio 2007 il CSPR e la Banca mondiale hanno diffuso il rapporto congiunto *General principles for international remittance services*, che studia

gli aspetti relativi ai sistemi di pagamento delle rimesse e, sulla base di tale analisi, enuncia cinque principi generali volti ad assistere i paesi che desiderano migliorare il mercato di questi servizi. I principi riguardano la trasparenza e la tutela dei consumatori, l'infrastruttura dei sistemi di pagamento, il quadro giuridico e regolamentare, la struttura del mercato e la concorrenza, la *governance* e la gestione del rischio.

Nel marzo 2007 il Comitato ha pubblicato il rapporto *New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives*, che analizza in generale i sistemi e le prassi di gestione del rischio esistenti nei mercati non regolamentati dei derivati e valuta le possibilità di ridurre i rischi mediante un maggiore utilizzo e ulteriore rafforzamento delle infrastrutture di mercato. Il rapporto considera in particolare:

- i rischi creati dai ritardi nella documentazione e nella conferma delle transazioni;
- le ripercussioni della rapida diffusione delle garanzie reali per ridurre il rischio di controparte;
- la possibilità di ampliare il ruolo di controparte centrale degli organi di compensazione per ridurre il rischio di controparte;
- le implicazioni dell'attività di *prime brokerage* in derivati OTC;
- i rischi associati a novazioni non autorizzate di contratti;
- le gravi turbative di mercato dovute alla chiusura di transazioni in derivati OTC che potrebbero insorgere a seguito dell'insolvenza di un importante operatore.

Il Comitato si è impegnato per rafforzare ulteriormente la cooperazione tra le banche centrali, comprese quelle dei mercati emergenti. Esso 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, presieduto da Hiroshi Nakaso, Direttore generale della Bank of Japan, raggruppa i responsabili delle operazioni di mercato presso le banche centrali del G10. In occasione delle sue riunioni bimestrali, i partecipanti si scambiano opinioni sugli andamenti recenti nel mercato dei cambi e nei connessi mercati finanziari. In particolare, il Comitato si concentra sulle implicazioni a breve termine per il funzionamento di tali mercati prodotte da particolari eventi, tra cui i cambiamenti strutturali. Esso invita periodicamente i rappresentanti delle banche centrali o delle autorità monetarie di Australia, Brasile, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Messico, Singapore e Spagna a unirsi al dibattito.

Fra i temi trattati nel corso delle riunioni di quest'anno figurano:

- l'impatto delle decisioni di politica monetaria sui mercati;
- i movimenti dei cambi, compresa l'analisi delle strategie di *carry trade*;
- gli sviluppi nei mercati finanziari collegati alle materie prime;
- l'impatto sulle differenti categorie di attività esercitato da improvvisi mutamenti della propensione al rischio;

- gli afflussi di capitali nei mercati emergenti, in particolare quelli azionari.
- I membri del Comitato hanno altresì discusso una serie di tematiche specifiche, tra cui i preparativi in vista dell'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati per il 2007, il ruolo sempre più importante degli investitori istituzionali nei mercati finanziari, i recenti sviluppi nei mercati delle materie prime e gli investimenti regionali nei mercati emergenti. Alcuni di questi argomenti sono stati trattati durante incontri speciali con rappresentanti del settore privato.

Central Bank Counterfeit Deterrence Group

I Governatori delle banche centrali del G10 hanno affidato al Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDG), presieduto da Bonnie Schwab, Consulente per la moneta presso la Bank of Canada, 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 continua a fornire il proprio sostegno all'attività del CBCDG ospitandone il segretariato e svolgendo le funzioni di agente in sede di accordi contrattuali.

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

Attività di ricerca

Oltre a fornire materiale di riferimento per gli incontri di alti esponenti delle banche centrali, nonché servizi di segretariato e di analisi 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 supervisione finanziaria. Gli studi trovano diffusione nelle pubblicazioni della Banca, quali la *Relazione annuale* e la *Rassegna trimestrale*, nelle collane *BIS Papers* e *Working Papers* e sulla stampa specializzata. Gran parte degli studi è disponibile sul sito web della BRI (www.bis.org).

In linea con la missione della Banca, l'attività di ricerca è orientata nel lungo periodo alle questioni di stabilità monetaria e finanziaria. I temi cui di recente è stata dedicata particolare attenzione sono:

- i cambiamenti nel processo inflazionistico, in particolare i nessi tra inflazione e globalizzazione, e l'influsso dei tassi di cambio;
- il ruolo degli aggregati monetari e creditizi nel quadro operativo della politica monetaria;
- la misurazione e il prezzo del rischio di credito;
- la misurazione della propensione al rischio e il suo impatto sul prezzo delle attività finanziarie;
- le tendenze nell'attività bancaria internazionale;
- il coordinamento fra politica monetaria e vigilanza prudenziale;

- le prassi di gestione delle riserve valutarie;
- le questioni relative alla stabilità monetaria e finanziaria nell'Asia-Pacifico nell'ambito del programma di ricerca triennale per la regione asiatica (si veda sopra).

Nel quadro delle sue attività di ricerca la BRI organizza conferenze e seminari cui partecipano di norma responsabili delle politiche economiche, rappresentanti del mondo accademico e operatori economici. Gli eventi di questo tipo organizzati lo scorso anno comprendono:

- la 5ª Conferenza annuale della BRI, tenutasi a Brunnen (Svizzera) nel giugno 2006, dedicata in particolare alla globalizzazione finanziaria;
- due riunioni di economisti delle banche centrali, i quali, nell'incontro dell'ottobre 2006, hanno analizzato le determinanti e le implicazioni sul piano delle politiche delle variazioni di prezzo delle attività;
- un incontro di esperti legali delle banche centrali che hanno trattato gli aspetti giuridici relativi alle immunità applicabili alle attività dei loro istituti.

Governance interna delle banche centrali

Il crescente interesse delle banche centrali per le questioni di organizzazione, *governance* e gestione strategica hanno indotto la BRI, alla fine del 2006, a riorganizzare e ampliare i suoi servizi di segretariato per il Central Bank Governance Forum, il cui statuto istitutivo era stato approvato nel 2005. Questo organismo, composto dal Central Bank Governance Group, dal Central Bank Governance Network e dal segretariato messo a disposizione dalla BRI, promuove il buongoverno delle banche centrali nella loro veste di istituzioni pubbliche.

Il Governance Group, costituito dai Governatori di un'ampia gamma rappresentativa di banche centrali, si è riunito in più occasioni durante l'anno e ha affrontato tematiche quali la gestione dei conflitti di interesse e la percezione che il pubblico ha delle banche centrali. Il Gruppo ha inoltre avviato importanti studi sull'organizzazione della gestione del rischio all'interno delle banche centrali e su aspetti fondamentali riguardanti la configurazione di una moderna banca centrale.

Il Governance Network, che ora comprende quasi 50 banche centrali e autorità monetarie, ha continuato a fornire attivamente informazioni e competenze tecniche in materia di organizzazione, *governance* e gestione strategica.

Numerose indagini su argomenti specifici sono state condotte a supporto delle decisioni del Governance Group e a beneficio delle banche centrali del Governance Network che stanno riesaminando le loro prassi.

Cooperazione in ambito statistico

La BRI promuove e segue attentamente le iniziative in corso per migliorare le statistiche economiche, monetarie e finanziarie su scala mondiale, regionale e nazionale. I suoi esperti sono inoltre invitati a partecipare a incontri del settore presso l'FMI, l'OCSE e la BCE.

Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics

L'Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC), consesso che riunisce utenti e compilatori di statistiche presso le banche centrali, si è insediato alla BRI nel 2006 e annovera fra i suoi membri istituzionali la maggior parte delle banche centrali azioniste della Banca. La sua prima riunione presso la BRI, cui hanno partecipato 53 membri, si è tenuta il 29 agosto 2006. In quell'occasione ne sono state definite le funzioni e le attività future ed è stato costituito il suo nuovo organo esecutivo. L'IFC è presieduto da Jan Smets, Direttore presso la Banque nationale de Belgique, ed è aperto a tutte le banche centrali interessate. Esso accoglie come associati anche membri singoli e istituzionali non appartenenti alla comunità di banche centrali.

Fra i principali eventi dell'anno in rassegna figurano:

- la 3^a Conferenza dell'IFC, nell'agosto 2006, sulla misurazione della posizione finanziaria del settore famiglie, cui hanno partecipato oltre 130 esperti di 68 banche centrali;
- la conferenza dell'International Association of Official Statistics intitolata "People on the move", nel settembre 2006, cui l'IFC ha contribuito. Il tema centrale della sessione plenaria organizzata dall'IFC verteva sugli aspetti finanziari della migrazione, in particolare per quanto riguarda la misurazione delle rimesse.

Gli atti di queste riunioni sono pubblicati nell'*IFC Bulletin*, entrato a far parte del novero delle pubblicazioni della BRI.

BIS Data Bank

Per il tramite della BIS Data Bank, le statistiche nazionali fornite regolarmente alla BRI dalle banche centrali sono messe a disposizione dell'insieme delle istituzioni partecipanti. Gli utenti hanno accesso alla banca dati via internet, attraverso un'applicazione riprogettata di recente e resa operativa lo scorso anno. Nello stesso tempo, sono stati ampliati anche i contenuti per includervi le statistiche sui sistemi di pagamento e regolamento, in particolare quelle raccolte su base regolare dal CSPR.

La banca centrale della Corea e l'autorità monetaria di Singapore hanno aderito ufficialmente alla BIS Data Bank lo scorso anno, portando così a 41 il numero delle banche centrali azioniste della BRI che vi partecipano. Le banche centrali membri non partecipanti hanno cominciato a fornire un numero limitato di indicatori economici fondamentali, che vengono inclusi nei documenti statistici di riferimento predisposti per le riunioni bimestrali della BRI.

La piattaforma tecnica della banca dati riceve e/o diffonde elettronicamente le statistiche finanziarie internazionali della BRI sull'attività bancaria internazionale, così come sui mercati dei titoli di debito, dei cambi e dei derivati.

Statistiche finanziarie internazionali

Lo scorso anno sono state aggiornate le linee guida per le statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale, che rappresentano una fonte metodologica importante per i fruitori di tali dati. La BRI e le banche centrali dichiaranti hanno altresì effettuato uno studio analitico sulla relazione fra le serie di dati

su base locale e su base consolidata e sulle stime per la scomposizione valutaria delle statistiche consolidate.

Gli esperti di statistica della BRI hanno collaborato alla raccolta di dati sui mercati mobiliari condotta dal gruppo di lavoro sui mercati obbligazionari in moneta locale del Comitato sul sistema finanziario globale (si veda sopra). Ciò ha permesso di individuare quali dati sulle emissioni e disponibilità di titoli vengono attualmente forniti da varie fonti nazionali e internazionali, e quindi di migliorare le statistiche BRI sui titoli di debito.

Le statistiche BRI sull'attività bancaria e sui mercati mobiliari sono un'importante fonte di dati per il Joint External Debt Hub, presidio istituito in collaborazione con la Banca mondiale, l'FMI e l'OCSE. Lo scorso anno la BRI ha cominciato a collaborare attivamente con l'International Union of Credit and Investment Insurers (Berne Union) per raccogliere informazioni sui crediti commerciali internazionali da integrare nel presidio.

Nel corso dell'anno si sono compiuti notevoli passi avanti nella predisposizione della prossima Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati, che si svolgerà tra aprile e giugno del 2007. È prevista la partecipazione di 54 banche centrali di tutto il mondo. I risultati saranno pubblicati nella seconda metà del 2007.

Aggiornamento delle applicazioni informatiche di analisi statistica

La BRI ha avviato un progetto di aggiornamento pluriennale delle principali applicazioni informatiche in uso presso di essa, al fine di migliorare il contributo fornito alla cooperazione tra banche centrali in ambito statistico. Nel quadro di questo progetto ha raccolto dalle banche centrali informazioni relative all'utilizzo di strumenti grafici e di serie temporali nelle banche dati relazionali. Queste informazioni vengono in genere condivise con le banche centrali che contribuiscono all'esercizio.

Statistical Data and Metadata Exchange

Come lo scorso anno, anche nel 2007 la BRI presiede l'iniziativa Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX), che promuove norme per lo scambio di informazioni statistiche ed è patrocinata dalla BRI stessa, insieme a Banca mondiale, BCE, Eurostat, FMI, OCSE e ONU. I prodotti SDMX includono:

- standard tecnici, approvati dall'International Organization for Standardization;
- linee guida concernenti il contenuto informativo per lo scambio di dati e metadati;
- strumenti di attuazione messi a disposizione dagli organismi patrocinanti o da fornitori del settore privato.

Oltre 200 esperti hanno partecipato alla conferenza "Towards implementation of SDMX" ospitata dalla Banca mondiale nel gennaio 2007. Ai partecipanti sono state presentate una rassegna degli sviluppi concernenti SDMX, dimostrazioni delle applicazioni pratiche e attività introduttive per la creazione di capacità. Nel corso della conferenza è stato inoltre annunciato un progetto congiunto da parte di SDMX e XBRL International (*eXtensible Business Reporting Language*, il linguaggio impiegato per lo scambio elettronico di

documenti contabili), che studierà l'interoperabilità tra i rispettivi formati per lo scambio di dati.

Una bozza degli standard e delle linee guida è disponibile a fini di consultazione sul sito web SDMX (www.sdmx.org).

Gruppo di esperti di informatica delle banche centrali del G10

L'obiettivo principale del Gruppo di esperti di informatica è la condivisione di esperienze sia tecniche sia organizzative nel settore informatico tra un novero di importanti banche centrali. Coadiuvato da gruppi di lavoro e di studio *ad hoc*, il Gruppo si riunisce due volte l'anno.

L'incontro del novembre 2006 è stato dedicato a una valutazione delle esperienze maturate dalle banche centrali nel campo delle applicazioni, con una speciale rassegna sul RAD (*rapid application development*). *Governance* interna, continuità operativa e sicurezza in ambito informatico sono stati gli argomenti principali. Si è inoltre discusso di diverse iniziative di cooperazione tra banche centrali, specie con riferimento all'attuazione del sistema dei pagamenti europeo TARGET2 nel 2007.

Lo scorso anno il Working Party on Security Issues (WPSI) del Gruppo ha organizzato due riunioni sui seguenti temi:

- strutture organizzative e tendenza all'integrazione dei sistemi di sicurezza delle infrastrutture e del materiale informatico;
- rischi collegati a codici mobili maligni;
- soluzioni per l'accesso remoto;
- segmentazione di rete;
- costi delle soluzioni di sicurezza.

Le discussioni sulla continuità operativa si sono incentrate sulla gestione del rischio, soprattutto in relazione ai preparativi in vista di possibili pandemie. Crescente importanza è stata attribuita anche alla resilienza delle risorse umane rispetto all'enfasi posta in passato sulle infrastrutture e sul materiale informatico.

Nel giugno 2007 il Gruppo ha tenuto il suo convegno triennale che ha preso ora il nome di "Central Bank Information Technology Exchange" (CBITX). Le quattro sessioni in programma sono state dedicate alle trattazioni seguenti: esigenze dei *knowledge worker*; gestione di portafoglio e contabilizzazione dei costi; gestione dei rischi nel settore informatico; offerta di servizi informatici. Esse hanno consentito ai partecipanti di condividere esperienze, problematiche e insegnamenti tratti in questi ambiti.

Quest'anno è stato deciso di organizzare una riunione congiunta dei responsabili della sicurezza informatica del G10 e del WPSI. La prima riunione ("Workshop 2008"), che si svolgerà nel marzo prossimo alla BRI, permetterà uno scambio di esperienze e informazioni sui rischi operativi cui sono esposte le banche centrali.

Cooperazione con i gruppi regionali di banche centrali

Pur non fornendo assistenza tecnica bilaterale, la BRI sostiene all'occorrenza le attività di formazione regionali per le banche centrali. Lo scorso anno ha collaborato alle seguenti iniziative:

- convegno sul ruolo delle banche centrali per la stabilità finanziaria, organizzato dalla Banque d'Algérie per le banche centrali dei paesi francofoni dell'Africa settentrionale e occidentale;
- seminario sull'intermediazione finanziaria non bancaria e le sfide al riguardo per le banche centrali, organizzato dalle banche centrali del Sud-Est asiatico (SEACEN) e ospitato dalla State Bank of Vietnam;
- organizzazione di due moduli, uno sui sistemi bancario e finanziario e l'altro sulla politica monetaria, nel quadro del programma Masters in Banking and Finance del Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion (CESAG), a Dakar;
- riunione ospitata dalla Reserve Bank del Sudafrica per le banche centrali della Southern African Development Community (SADC) sul tema dell'integrazione monetaria e finanziaria regionale;
- seminario sull'intermediazione bancaria e finanziaria basata sul mercato, destinato alle banche centrali dell'Europa centrale e orientale e alla Comunità di Stati Indipendenti, e tenuto presso il Joint Vienna Institute.

Nell'estate 2006 i rappresentanti di 40 banche centrali di paesi industriali, dell'Europa centrale e orientale e della Comunità di Stati Indipendenti si sono incontrati a Basilea per la riunione annuale del gruppo dei coordinatori della cooperazione tecnica e della formazione. Uno dei temi discussi è stato lo spostamento della domanda di cooperazione tecnica verso nuove regioni, in particolare il Medio Oriente, l'Asia e l'Africa (compreso il Magreb).

Audit interno

I revisori delle banche centrali del G10 si incontrano regolarmente per condividere le esperienze e le conoscenze professionali maturate nell'ambito dell'audit interno, nonché per esaminare nuove tematiche e nuove sfide. In genere il dibattito si concentra su argomenti che riguardano gli standard internazionali di audit 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 2006 la BRI ha partecipato alla 20ª Conferenza plenaria annuale dei capi degli ispettorati interni delle banche centrali del G10, ospitata dalla Nederlandsche Bank. La Conferenza si è occupata in particolare dei temi seguenti: etica, cultura dell'etica e audit, uso dei modelli di rischio e gestione della continuità operativa di audit (per la quale la BRI ha coordinato i lavori di un'apposita *task force* del G10).

L'Audit interno della BRI ha istituito una rete per lo scambio di informazioni con i capi degli ispettorati interni delle banche centrali e autorità monetarie dell'Asia-Pacifico. In ottobre l'Ufficio di rappresentanza per le Americhe della BRI, in collaborazione con l'unità di Audit interno, ha organizzato a Città del Messico la prima riunione dei capi degli ispettorati interni delle banche centrali dell'America latina e dei Caraibi.

Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata

Gruppo dei Dieci

La BRI contribuisce all'attività dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci partecipandovi in veste di osservatore e fornendo servizi di segretariato unitamente all'FMI e all'OCSE. Nel loro incontro del settembre 2006 a Singapore i Ministri e i Governatori del G10 hanno esaminato un rapporto sulle prospettive per il Gruppo, concludendo che il mutevole panorama economico mondiale accentuava la necessità di intensificare la cooperazione economica internazionale. Essi hanno convenuto che l'inclusione di un dibattito franco e informale sulle questioni economiche e finanziarie internazionali rilevanti sarebbe particolarmente proficuo per i loro futuri incontri annuali. Al fine di facilitare siffatte discussioni, il Presidente del Gruppo dei Dieci potrebbe invitare il Presidente dell'FSF, i presidenti dei vari comitati del G10 e altri partecipanti a presenziare agli incontri e introdurre temi di discussione attinenti ai mercati e ai sistemi finanziari.

Forum per la stabilità finanziaria

Il Forum per la stabilità finanziaria (FSF), presieduto da Mario Draghi, Governatore della Banca d'Italia, è stato istituito presso la BRI nel 1999 dai Ministri finanziari e dai Governatori delle banche centrali del G7 allo scopo di promuovere la stabilità finanziaria internazionale attraverso un migliore scambio di informazioni e un'accresciuta cooperazione nella vigilanza e sorveglianza del settore finanziario. Il suo mandato consiste nel valutare gli elementi di rischio e di vulnerabilità insiti nel sistema finanziario internazionale e nel favorire e coordinare gli interventi volti a fronteggiarli. L'FSF riunisce alti funzionari di ministeri finanziari, banche centrali e autorità di supervisione dei principali centri finanziari, nonché esponenti di istituzioni finanziarie internazionali (Banca mondiale, BRI, FMI e OCSE), organismi internazionali di vigilanza e regolamentazione (Comitato di Basilea; Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa; International Accounting Standards Board, IASB; International Organization of Securities Commissions, IOSCO) e gruppi di esperti delle banche centrali (CSFG e CSPR). Nel gennaio 2007 ha aderito all'FSF anche la Svizzera.

L'FSF si riunisce due volte l'anno in sessione plenaria. I due incontri più recenti si sono tenuti a Parigi nel settembre 2006 e a Francoforte nel marzo 2007. Il Forum ospita altresì convegni regionali per promuovere un più ampio scambio di vedute sulle vulnerabilità finanziarie e sulle iniziative intraprese per fronteggiarle a livello nazionale e internazionale. L'ultima riunione di questo tipo si è svolta a Stoccolma nel gennaio 2007 e ha affrontato tematiche quali la rapida espansione del credito, l'indebitamento in valuta estera e le sfide prudenziali collegate all'attività bancaria transnazionale nelle economie europee emergenti.

Nella sua riunione del marzo 2007 l'FSF ha passato in rassegna le determinanti e le implicazioni delle turbolenze verificatesi nei mercati finanziari tra la fine di febbraio e i primi di marzo di quest'anno. Si è inoltre discusso dell'evoluzione dei mercati per il trasferimento del rischio di credito e dell'impatto esercitato dall'aumento delle operazioni di *private equity* e *leveraged buyout* sull'indice complessivo di leva finanziaria delle imprese e sull'esposizione creditoria degli intermediari. Il Forum ha inoltre considerato i rischi sistemici che comporta lo sviluppo del settore degli *hedge fund* e le misure adottate negli ultimi anni a livello prudenziale, regolamentare e settoriale per rafforzare la disciplina di mercato, le prassi di gestione del rischio e l'infrastruttura di mercato. Alla luce della crescente operatività degli *hedge fund* in prodotti complessi dei mercati creditizi, l'FSF ha esaminato il modo in cui le istituzioni finanziarie stanno affrontando i connessi rischi, ad esempio con riferimento alle prassi in materia di garanzie reali, trattamento dei margini e prove di stress. Facendo seguito alla richiesta dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali del G7, il Forum ha predisposto un aggiornamento del suo rapporto sulle istituzioni ad alta leva finanziaria, pubblicato nel 2008.

I lavori dell'FSF sono stati inoltre diretti ad accrescere il grado di preparazione delle autorità finanziarie e del settore finanziario più in generale nell'affrontare eventuali crisi finanziarie e problemi di continuità operativa, fra cui quelli causati da una potenziale pandemia di influenza aviaria. Nel novembre dello scorso anno l'FSF e le autorità britanniche hanno organizzato un seminario dedicato agli aspetti di pianificazione e comunicazione in siffatte eventualità. Sulla scia di questa iniziativa, i membri del Forum si stanno scambiando informazioni ed esperienze al riguardo, compresi gli insegnamenti tratti dagli esercizi di crisi e dagli episodi effettivi di interruzione dell'operatività.

Il Forum sta attualmente promuovendo anche iniziative per rendere più efficace ed efficiente la regolamentazione, ad esempio favorendo il dialogo fra le autorità di regolamentazione e il settore finanziario. Nel quadro di queste iniziative, gli organismi di regolamentazione facenti parte dell'FSF stanno conducendo un esercizio di autovalutazione dei principi e delle procedure da essi seguiti nell'elaborazione e nell'interpretazione di nuove norme e altre misure regolamentari.

L'FSF sostiene l'azione volta a rafforzare gli standard e le prassi internazionali in materia di revisione e contabilità. In considerazione della necessità di migliorare la qualità della revisione contabile e la coerenza globale delle norme in materia, il Forum ha accolto con favore il primo incontro dell'International Forum of Independent Audit Regulators nel marzo 2007, avallandone il programma di lavoro pianificato. L'FSF ha inoltre preso atto dei progressi recentemente compiuti dalle autorità di normazione contabile nell'affrontare varie questioni internazionali, fra cui le attività in corso per armonizzare i principi contabili e assicurarne un'interpretazione uniforme.

Il gruppo dell'FSF incaricato di esaminare le questioni relative ai centri finanziari offshore ha valutato i passi avanti compiuti dagli organismi facenti parte del Forum nel promuovere ulteriori progressi in tali centri, specie

per quanto riguarda l'efficace cooperazione internazionale, lo scambio di informazioni e l'adeguatezza delle risorse destinate alla funzione prudenziale. L'FSF ha avviato un esame delle sue iniziative in materia di centri finanziari offshore, di cui tratterà nella riunione del prossimo settembre.

Sito web dell'FSF: www.fsforum.org.

Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa

L'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (International Association of Insurance Supervisors, IAIS), che la BRI ospita dal 1998, ha lo scopo di contribuire alla stabilità finanziaria globale migliorando la supervisione del settore assicurativo, elaborando criteri prudenziali e promuovendo la cooperazione internazionale basata sulla condivisione 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 sui conglomerati finanziari. Il continuo aumento del numero di nuovi membri e osservatori presso la IAIS testimonia del crescente riconoscimento della sua missione.

Durante lo scorso anno la IAIS ha intrapreso importanti iniziative nei cinque ambiti seguenti.

Contabilità

La IAIS ha finalizzato il documento *Issues arising as a result of the IASB's Insurance Contracts Project – Phase II: second set of IAIS observations*, contenente le sue osservazioni in merito alla seconda fase del progetto dell'IASB sui contratti di assicurazione. Il documento espone una serie di principi, od osservazioni chiave, sulle questioni di misurazione comuni sia alla rendicontazione finanziaria generale sia a quella a fini prudenziali. Tali principi comprendono vari aspetti riguardanti la misurazione delle passività assicurative, la costituzione di margini a fronte di perdite impreviste e la contabilizzazione delle assicurazioni del ramo vita.

Adeguatezza patrimoniale e solvibilità

Per la valutazione della solvibilità degli assicuratori la IAIS sta progressivamente creando un quadro di riferimento e standard comuni che contribuiranno ad accrescere la trasparenza e la comparabilità delle imprese di assicurazione a livello mondiale, a beneficio dei consumatori, del settore stesso, degli investitori e di altre parti interessate. In tale contesto è stato predisposto e adottato in ottobre un documento contenente standard comuni in materia di *asset-liability management (ALM)*, unitamente alla relativa documentazione di accompagnamento. Si tratta del primo di una serie di standard proposti nell'ambito dello schema di riferimento IAIS per la vigilanza assicurativa e illustrati in dettaglio nel documento programmatico *A new framework for insurance supervision: towards a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency*. Sulla scorta del precedente rapporto *Cornerstones for the formulation of regulatory financial requirements*, la IAIS

ha approvato nel febbraio di quest'anno il documento *IAIS common structure for the assessment of insurer solvency*, che presenta una metodologia coerente per stabilire requisiti finanziari prudenziali basati sul rischio, ponendo così le basi per l'elaborazione da parte dell'Associazione di standard e linee guida sulla valutazione della solvibilità degli assicuratori.

Riassicurazioni

La versione aggiornata del documento di indirizzo della IAIS, *Risk transfer, disclosure and analysis of finite reinsurance*, adottata nell'ottobre 2006, illustra a grandi linee lo sviluppo delle riassicurazioni *finite risk* e l'uso che ne fanno gli assicuratori, nonché le questioni aperte concernenti tale tipologia di prodotti e gli approcci prudenziali adottati al riguardo. L'aggiornamento concerne le sezioni sul ramo vita e riflette gli ultimi sviluppi in ambito contabile per i contratti di riassicurazione. Nel novembre 2006 la IAIS ha pubblicato la terza edizione del *Global reinsurance market report*, nel quale si esamina lo stato generale di salute finanziaria del settore riassicurativo nel 2005, un anno eccezionale, caratterizzato da livelli senza precedenti di perdite per catastrofi naturali.

Condivisione delle informazioni

Riconoscendo l'importanza della collaborazione fra organi di regolamentazione a livello sia nazionale sia internazionale ai fini di un'efficace vigilanza sulle società di assicurazione e di riassicurazione, la IAIS ha adottato nel febbraio 2007 il *Multilateral memorandum of understanding (MMOU) for the sharing of information between supervisors*, che definisce una serie di principi e procedure per la condivisione di informazioni, punti di vista e valutazioni, creando una base più efficiente per questo tipo di scambi.

Formazione

Durante l'anno in rassegna la IAIS ha organizzato o copatrocinato circa 20 seminari, conferenze e incontri di lavoro in tutto il mondo, in collaborazione con l'ISF. L'Associazione ha altresì completato il progetto Core Curriculum, scaturito dalla fruttuosa cooperazione con le istituzioni della Banca mondiale nella produzione di materiale di supporto per la formazione delle autorità di vigilanza assicurativa sugli elementi basilari dei principi fondamentali della IAIS per il settore assicurativo.

Sito web della IAIS: www.iaisweb.org.

Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi

L'Associazione internazionale dei fondi di tutela dei depositi (International Association of Deposit Insurers, IADI), istituita presso la BRI nel 2002, contribuisce alla stabilità dei sistemi finanziari promuovendo la cooperazione internazionale e facilitando ampi contatti internazionali fra gli organismi di tutela dei depositi e altre parti interessate. In particolare, la IADI si occupa di:

- migliorare la comprensione delle tematiche di comune interesse nell'ambito della tutela dei depositi;

- elaborare linee guida per accrescere l'efficacia dei sistemi di assicurazione dei depositi;
- favorire la condivisione di competenze attraverso programmi di formazione, sviluppo professionale e istruzione;
- fornire consulenza ai fini della creazione di sistemi efficaci di assicurazione dei depositi o del perfezionamento di quelli esistenti.

Attualmente partecipano alle attività della IADI 66 organizzazioni (di cui 47 membri a pieno titolo) di tutto il mondo, comprese alcune banche centrali interessate a promuovere l'adozione o il funzionamento di efficaci sistemi di assicurazione dei depositi. Uno dei principali canali attraverso i quali la IADI cerca di migliorare l'efficacia di tali sistemi è l'elaborazione di principi e prassi ottimali basati sull'analisi dei dispositivi che meglio funzionano nelle varie giurisdizioni e dei motivi all'origine della loro riuscita.

Nel suo quinto anno di attività la IADI ha continuato a fornire varie occasioni di discussione ai suoi membri e ad altri organismi con interessi analoghi. Tra gli eventi di maggior spicco si segnalano:

- la 5ª conferenza annuale della IADI, intitolata "Raising the bar", tenutasi a Rio de Janeiro nel novembre 2006, cui hanno partecipato 160 rappresentanti di fondi di tutela dei depositi e altre autorità provenienti da 46 paesi;
- una rassegna organizzata dalla IADI, in occasione della quale 32 organizzazioni provenienti da tutto il mondo hanno fornito informazioni sulle principali caratteristiche dei rispettivi schemi di tutela dei depositanti;
- un seminario internazionale di due giorni sulla gestione del rischio di impresa, tenutosi a Kuala Lumpur nel settembre 2006;
- la conferenza "International financial instability: cross-border banking and national regulation", organizzata a Chicago nell'ottobre 2006 insieme alla Federal Reserve Bank di Chicago.

Nel 2006 la IADI ha pubblicato il testo *Guidance on interrelationships among safety net players*, l'ultimo di una serie di documenti di indirizzo seguiti alla prima diffusione, nel 2001, delle linee guida *Guidance for developing effective deposit insurance systems* da parte del gruppo di lavoro dell'FSF sull'assicurazione dei depositi, nonché un documento di indirizzo sulla risoluzione di situazioni bancarie critiche. Il Research and Guidance Committee della IADI sta inoltre finalizzando altre linee guida, la cui pubblicazione è prevista per metà 2007, su richieste risarcitorie e riconoscimento del relativo diritto, *governance* interna, modalità di finanziamento ed efficacia dei mandati di assicurazione dei depositi.

Nell'ottobre 2006 è stata diffusa un'edizione speciale del *Journal of Banking Regulation* dedicata all'assicurazione dei depositi, cui hanno contribuito esponenti del mondo accademico, il Segretario generale della IADI e professionisti del settore.

Fra le attività organizzate di recente a livello regionale figurano le conferenze, i seminari e gli incontri dei comitati svoltisi nelle città di Abuja, Praga, Marrakech, Rio de Janeiro, Washington D.C., Kuala Lumpur e Hanoi.

È stato inoltre inaugurato un nuovo portale interattivo *online* per facilitare la ricerca e fornire ai membri della IADI e ad altri utenti informazioni su argomenti e attività di rilevanza per l'assicurazione dei depositi.

Sito web della IADI: www.iadi.org.

Servizi finanziari della Banca

Servizi bancari

La BRI offre una vasta gamma di servizi finanziari concepiti specificamente per assistere le banche centrali e altre autorità monetarie nella gestione delle riserve valutarie. Dei servizi finanziari BRI si avvalgono circa 130 istituzioni di questo tipo, nonché varie organizzazioni internazionali.

Per soddisfare le esigenze molteplici e in costante evoluzione delle banche centrali, la BRI propone un ampio ventaglio 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, essa offre due prodotti che possono essere negoziati (acquistati e rivenduti) direttamente con la Banca, 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 fino a 10 anni. Dell'offerta di base fanno parte anche una serie di strutture MTI con facoltà di rimborso anticipato e altri strumenti con opzionalità incorporata.

Sicurezza e liquidità sono le caratteristiche principali di questi servizi di intermediazione creditizia, che si avvalgono 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 e di mercato cui è esposta la Banca. Analogamente, un'unità preposta alla conformità e al rischio operativo si occupa di vigilare su quest'ultima tipologia di rischio.

La Banca effettua operazioni a pronti, a termine e opzionali in valute e oro per conto della clientela.

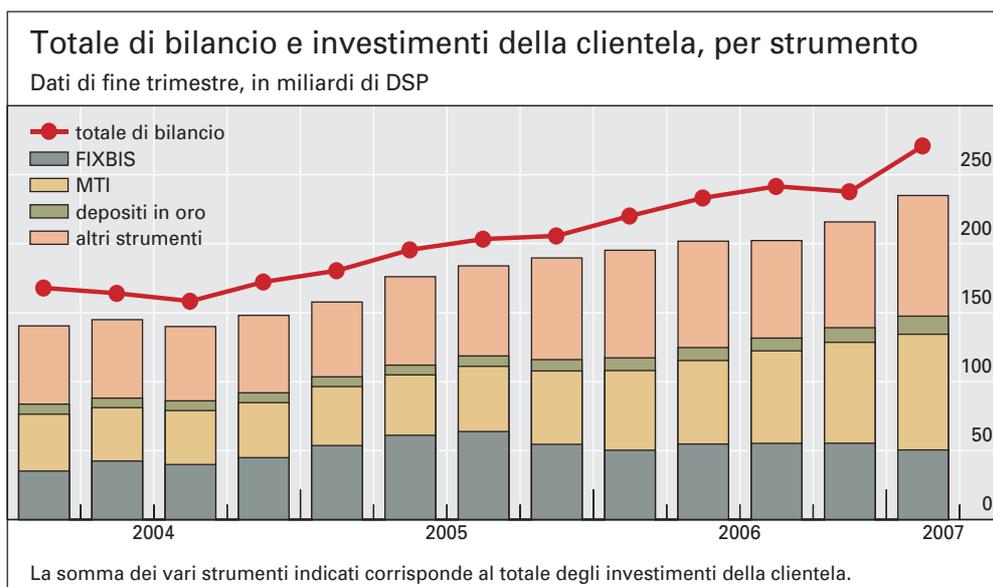
Occasionalmente, la BRI accorda alle banche centrali crediti a breve termine di norma assistiti da garanzia reale. Essa svolge inoltre le funzioni di fiduciario e depositario di garanzie (si veda oltre).

La BRI offre servizi di gestione dei portafogli di 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 comune 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 2006/07

Il bilancio della BRI ha continuato a espandersi nel 2006/07, raggiungendo al 31 marzo 2007 l'ammontare record di fine esercizio di DSP 270,9 miliardi, con un considerevole incremento di DSP 50,8 miliardi, pari al 23%, sull'anno



precedente. Di questo aumento, DSP 1,0 miliardi sono attribuibili al rialzo del prezzo di mercato dell'oro. D'altra parte, a tassi di cambio costanti l'incremento sarebbe stato maggiore (DSP 1,7 miliardi).

Passivo

Le dimensioni del bilancio della Banca riflettono principalmente i collocamenti della clientela, che rappresentano la parte preponderante delle passività totali (si veda il grafico). Al 31 marzo 2007 tali collocamenti ammontavano a DSP 234,9 miliardi, contro i DSP 195,2 miliardi di un anno prima.

Il 95% circa degli impieghi della clientela è denominato in valute, la parte restante in oro. Rispetto allo scorso esercizio, i depositi in valuta sono saliti da DSP 186,0 a 221,8 miliardi, pari a quasi il 6% del totale delle riserve valutarie mondiali, che nello stesso periodo sono passate da DSP 3,0 trilioni a quasi DSP 3,5 trilioni. La quota di fondi denominati in dollari statunitensi è stata del 62%, contro il 21% dei collocamenti in euro. I depositi in oro ammontavano a DSP 13,1 miliardi a fine marzo 2007, con un aumento rispetto all'anno precedente di DSP 3,9 miliardi, di cui DSP 0,8 miliardi dovuti a effetti di valutazione (ossia a un più elevato prezzo dell'oro).

In termini di prodotti, l'espansione degli investimenti della clientela ha tratto origine soprattutto da un aumento del 45% degli impieghi in MTI, lo strumento singolo della BRI più diffuso presso la clientela.

La scomposizione geografica dei collocamenti effettuati presso la BRI nel corso dell'esercizio in rassegna è rimasta relativamente stabile, continuando a caratterizzarsi per una quota prevalente di investitori asiatici.

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 e di operazioni pronti contro termine (PcT) attive. Al 31 marzo 2007 la Banca possedeva inoltre 150 tonnellate di oro fino, dopo averne cedute 15 nel corso dell'esercizio. L'esposizione al rischio di

credito è gestita in maniera molto prudente: alla stessa data, il 99,7% degli attivi presentava un rating pari o superiore ad A- (Nota 4D relativa ai Conti).

Le attività sotto forma di depositi in valute e titoli, comprese le operazioni PcT, ammontavano a complessivi DSP 247,9 miliardi, in crescita rispetto ai DSP 199,2 miliardi al termine dell'esercizio precedente. I fondi addizionali sono stati investiti prevalentemente in depositi presso banche commerciali di qualità primaria, titoli con alto rating e titoli di Stato acquistati nell'ambito di operazioni PcT.

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 in 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 2006 l'Ufficio federale tedesco per i servizi centrali e le questioni patrimoniali pendenti (Bundesamt für zentrale Dienste und offene Vermögensfragen, BADV) ha disposto il pagamento di un importo di circa €4,9 milioni a titolo di rimborsi e di interessi. I valori di rimborso e altri dettagli sono stati pubblicati dal BADV nella Gazzetta ufficiale tedesca (*Bundesanzeiger*).

In merito all'applicazione della clausola di garanzia di cambio per il Prestito Young da parte del BADV, la Banca ha mantenuto le proprie riserve (riportate in dettaglio nella 50^a *Relazione annuale* del giugno 1980), che si applicano anche alle obbligazioni di consolidamento 1990-2010.

Depositario di fondi in custodia

La Banca ha esercitato le funzioni di agente di custodia in virtù di un accordo concluso con la banca centrale nigeriana il 31 ottobre 2005 (descritto nella 76^a *Relazione annuale* del giugno 2006). I suoi obblighi ai sensi di questo accordo di custodia sono cessati in concomitanza con l'ultima consegna di fondi avvenuta nel febbraio 2007, ossia tre mesi prima della data di estinzione prevista per il 31 maggio 2007.

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 in valuta emesse da mutuatari sovrani nel quadro di accordi di ristrutturazione del debito estero. Nel 2006/07 i contratti di pegno in vigore riguardavano le obbligazioni del Perù (67^a *Relazione annuale* del giugno 1997) e della Côte d'Ivoire (68^a *Relazione annuale* del giugno 1998). Le funzioni di agente esercitate dalla BRI per le obbligazioni del Brasile (64^a *Relazione annuale* del giugno 1994) sono cessate nel giugno 2006 con il riscatto anticipato di tutti i titoli in essere da parte del Brasile.

Aspetti istituzionali e amministrativi

Amministrazione della Banca

Politica di budget

Il processo di formazione del budget di spesa della Banca per l'esercizio finanziario successivo inizia con un anticipo di circa sei mesi, quando la Direzione stabilisce gli indirizzi operativi di massima e il quadro di riferimento finanziario. In questa cornice, le unità operative 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. Le altre maggiori categorie di spesa della BRI, ciascuna con un'incidenza del 10% circa sulle spese di amministrazione, sono quelle relative a informatica e telecomunicazioni, nonché a immobili, arredi e attrezzature. Le uscite in conto capitale riguardano principalmente le spese per investimenti in tecnologie informatiche e gli 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 2006/07 le spese di amministrazione, prima degli ammortamenti, sono ammontate a CHF 227,3 milioni, importo inferiore del 2,0% rispetto ai CHF 232,0 milioni preventivati², mentre la spesa in conto capitale, pari a CHF 21,3 milioni, è risultata inferiore di 4,9 milioni al budget. Relativamente alle spese di amministrazione, la differenza rispetto all'importo preventivato è principalmente dovuta al calo degli esborsi per le indennità di espatrio del personale, alla riduzione dei costi del personale e alle minori spese relative a informatica e telecomunicazioni.

Le spese di amministrazione e in conto capitale riflettono altresì le priorità definite nel budget per il 2006/07, ossia:

- espansione dei servizi della BRI per intensificare i rapporti con le banche centrali azioniste nella regione Asia-Pacifico. Questa iniziativa comprende un programma di ricerca triennale, avviato nell'autunno 2006, su questioni concernenti i settori monetario e finanziario in Asia;
- attuazione delle misure deliberate nel quadro del riesame dell'operatività della Banca, condotto nel 2005/06, che aveva permesso di individuare

² La contabilità budgetaria della Banca avviene su una base di cassa e non considera taluni aggiustamenti di contabilità finanziaria, principalmente relativi a obbligazioni del sistema pensionistico, 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").

ambiti in cui realizzare guadagni di efficienza. Ciò consentirà nei prossimi anni di riallocare un certo numero di posizioni a favore di aree prioritarie, in particolare per potenziare i servizi offerti alle banche centrali;

- rafforzamento della sicurezza degli stabili, rinnovamento delle infrastrutture adibite alle riunioni nell'edificio della Torre a Basilea e ristrutturazione degli edifici del circolo sportivo della BRI.

Nel marzo di quest'anno il Consiglio ha approvato un aumento del 2,9%, a CHF 238,8 milioni, del budget amministrativo per l'esercizio 2007/08. Quanto alle spese in conto capitale, è prevista una riduzione di CHF 1,2 milioni, a CHF 24,7 milioni. Il punto focale del budget 2007/08 è l'ulteriore potenziamento delle attuali attività operative. Oltre a proseguire nella realizzazione delle priorità del budget 2006/07 sopra elencate, la Banca si è prefissata due ulteriori obiettivi per l'esercizio finanziario 2007/08:

- perfezionamento dei processi di rendicontazione e controllo finanziari, specie nell'ambito del Segretariato generale e delle funzioni di *back office* di supporto nel Dipartimento bancario. Questa iniziativa integra le misure già attuate negli ultimi anni per migliorare le funzioni di gestione del rischio, revisione interna e conformità della Banca;
- elaborazione di piani per potenziare le strutture e i dispositivi a sostegno della continuità operativa, che entreranno in funzione nel 2008/09 in una località europea distante da Basilea.

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 distinte categorie 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 viene 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 2006 è stato dell'1,5% in termini nominali. Gli aggiustamenti degli stipendi dei singoli dipendenti all'interno di ciascuna fascia della struttura retributiva sono basati sul merito, accertato mediante la valutazione periodica delle prestazioni. Nel 2006 il processo di valutazione è stato oggetto di revisione e dal febbraio 2007 si avvale di un nuovo sistema informatico.

I dipendenti di nazionalità diversa da quella svizzera e non assunti *in loco*, inclusa l'alta Direzione, hanno diritto a un'indennità di espatrio che, a seconda della situazione familiare, ammonta attualmente al 14 o al 18% della retribuzione annua e comunque non supera un determinato massimale. Ai dipendenti espatriati spetta parimenti un'indennità di istruzione per i figli a

carico³. Inoltre, per il tramite della Banca i dipendenti hanno accesso a un sistema contributivo di assicurazione sanitaria e a un sistema pensionistico contributivo a prestazione definita. La retribuzione e le prestazioni a favore del personale trasferito da Basilea a uno degli Uffici di rappresentanza e viceversa sono determinate in base alla politica della Banca in materia di assegnazioni di personale all'estero.

Agli inizi del 2005 è stato deciso di condurre indagini periodiche per allineare gli stipendi degli alti funzionari della Banca alle condizioni vigenti presso istituzioni comparabili. Nei periodi intercorrenti fra le singole indagini gli adeguamenti avvengono in funzione del tasso di inflazione in Svizzera. Al 1° luglio 2006 la remunerazione annua dei dirigenti della Banca, al netto dell'indennità di espatrio, si basava sui seguenti livelli:

- Direttore generale⁴ CHF 726 990
- Condirettore generale CHF 615 140
- Capi di Dipartimento CHF 559 220

L'Assemblea generale ordinaria approva le retribuzioni dei membri del Consiglio di amministrazione; i relativi adeguamenti vengono effettuati ogni tre anni. Al 1° aprile 2007 la remunerazione annua complessiva del Consiglio di amministrazione ammontava a CHF 992 760. Inoltre, i Consiglieri percepiscono un gettone di presenza per ogni riunione del Consiglio cui partecipano. Nell'ipotesi di una loro partecipazione integrale a tutte le riunioni, il totale annuo dei gettoni di presenza ammonterebbe a CHF 921 120.

Utile netto e sua ripartizione

Utile netto

L'utile netto per il 77° esercizio finanziario (2006/07) è pari a DSP 639,4 milioni, contro un importo di DSP 599,2 milioni dell'esercizio precedente.

Ricavi operativi totali

I ricavi operativi totali per l'esercizio 2006/07 ammontano a DSP 682,3 milioni, in aumento rispetto ai DSP 573,4 milioni dell'esercizio precedente. All'origine di questa evoluzione vi sono in particolare tre fattori:

- i proventi da interessi sul portafoglio di investimento della Banca hanno beneficiato di un aumento dei tassi di mercato e, in misura minore, della crescita della componente del capitale della Banca denominata in valute, dovuta agli utili non reinvestiti e alla vendita di disponibilità proprie in oro;
- il reddito netto dell'attività di raccolta dei depositi ha tratto vantaggio dal continuo aumento dei depositi della clientela, che ha più che compensato un calo dei margini di intermediazione;

³ In alcuni casi i dipendenti assunti prima del 1997 ricevono un'indennità di espatrio pari al 25% dello stipendio, ma non hanno diritto all'indennità di istruzione.

⁴ In aggiunta allo stipendio di base, il Direttore generale riceve un'indennità di rappresentanza annua e gode di un regime pensionistico particolare.

- nel 2006/07 è stata realizzata una leggera plusvalenza valutaria netta (pari a DSP 0,9 milioni), che contrasta con perdite di cambio per DSP 25,2 milioni nel 2005/06, principalmente dovute all’impatto esercitato dal rincaro dell’oro sul valore di mercato dei contratti a termine per la vendita di disponibilità proprie in oro durante quell’esercizio.

Costi operativi

I costi operativi (Nota 28 relativa ai Conti) sono ammontati a DSP 149,8 milioni, con un aumento del 2,0% rispetto ai DSP 146,9 milioni dell’esercizio precedente. Le spese di amministrazione esclusi gli ammortamenti hanno raggiunto un totale di DSP 137,7 milioni, in rialzo del 3,1% rispetto ai DSP 133,6 milioni dell’esercizio precedente. Gli ammortamenti sono diminuiti da DSP 13,3 a 12,1 milioni.

Utile operativo e altri profitti

L’utile operativo della Banca, che riflette i guadagni derivanti dalla sua attività corrente, è ammontato a DSP 532,5 milioni, con un aumento del 24,9% rispetto ai DSP 426,5 milioni registrati nel 2005/06.

Una perdita netta di DSP 27,0 milioni è stata registrata sulla vendita di titoli del portafoglio di investimento nel corso dell’esercizio. Essa è derivata dal riallineamento del portafoglio della Banca al *benchmark* sottostante, effettuato mediante la cessione di titoli acquistati allorché i tassi di interesse erano più bassi. Nel 2005/06 la vendita di titoli del portafoglio di investimento aveva prodotto un guadagno di DSP 58,2 milioni.

La plusvalenza di DSP 133,9 milioni realizzata sulla vendita di disponibilità auree nel portafoglio di investimento durante il 2006/07 deriva dalla cessione di 15 delle 165 tonnellate di oro complessivamente detenute dalla Banca al 31 marzo 2006. La cessione di un quantitativo equivalente di oro nel 2005/06 si era parimenti tradotta in una plusvalenza, sebbene minore (DSP 114,5 milioni).

Politica dei dividendi

Nell’esercizio finanziario 2005/06 il Consiglio di amministrazione ha riesaminato la politica dei dividendi della BRI alla luce delle esigenze patrimoniali della Banca stessa e dell’aspettativa dei suoi azionisti di ottenere una remunerazione equa e duratura, giungendo alla conclusione che il criterio finora seguito di aumentare il dividendo di DSP 10 ogni anno continuava a essere sostanzialmente in linea con tali esigenze. Questo approccio ha portato a un incremento del dividendo unitario da DSP 235 nel 2004/05 a DSP 245 nel 2005/06. Il Consiglio ha altresì deciso di riconsiderare la politica dei dividendi ogni due-tre anni, tenendo conto, se necessario, delle mutate circostanze.

Il Consiglio propone che per l’esercizio 2006/07 il dividendo unitario sia nuovamente aumentato di DSP 10, ossia a DSP 255. Il prossimo riesame del livello del dividendo sarà effettuato dal Consiglio nell’esercizio finanziario 2007/08.

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 ordinaria di ripartire l'utile netto per l'esercizio finanziario 2006/07, pari a DSP 639,4 milioni, nel modo seguente:

1. un importo di DSP 139,3 milioni per il pagamento di un dividendo di DSP 255 per azione;
2. un importo di DSP 50,0 milioni al Fondo di riserva generale⁵;
3. un importo di DSP 6,0 milioni al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
4. un importo di DSP 444,1 milioni, che rappresenta il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo Fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Ove approvato dall'Assemblea generale ordinaria, il dividendo sarà versato il 2 luglio 2007 secondo le istruzioni dei singoli 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 2007. Il dividendo unitario di DSP 255 proposto per l'esercizio 2006/07 corrisponde a un incremento del 4,1% rispetto al dividendo dell'esercizio precedente.

Il dividendo integrale sarà corrisposto su 546 125 azioni. Le azioni emesse e liberate sono 547 125. Di queste, 1 000 rappresentano le azioni proprie in portafoglio al 31 marzo 2007, ossia le azioni sospese dell'emissione albanese. Nessun dividendo sarà pagato su tali azioni.

Relazione della Società di revisione

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 2007, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data. La loro relazione è riportata in calce ai conti.

⁵ Al 31 marzo 2006 il Fondo di riserva generale era pari al quadruplo del capitale versato della Banca. Secondo quanto disposto dall'Articolo 51 dello Statuto, a esso va destinato il 10% degli utili al netto del pagamento dei dividendi finché il suo saldo non avrà raggiunto 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

David Dodge, Ottawa

Mario Draghi, Roma

Toshihiko Fukui, Tokyo

Timothy F. Geithner, New York

Lord George, Londra

Stefan Ingves, Stoccolma

Mervyn King, Londra

Christian Noyer, Parigi

Guillermo Ortiz, Città del Messico

Guy Quaden, Bruxelles

Fabrizio Saccomanni, Roma

Jean-Claude Trichet, Francoforte sul Meno

Alfons Vicomte Verplaetse, Bruxelles

Axel A. Weber, Francoforte sul Meno

Nout H.E.M. Wellink, Amsterdam

Zhou Xiaochuan, Pechino

Sostituti

Giovanni Carosio o Ignazio Visco, Roma

Donald L. Kohn o Karen H. Johnson, Washington

Peter Praet o Jan Smets, Bruxelles

Hermann Remsperger o 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 del Segretariato generale
William R. White	Consigliere economico, Capo del Dipartimento monetario ed economico
Günter Pleines	Capo del Dipartimento bancario
Daniel Lefort	Consigliere giuridico
Már Gudmundsson	Vice Capo del Dipartimento monetario ed economico
Jim Etherington	Vice Segretario generale
Louis de Montpellier	Vice Capo del Dipartimento bancario
Josef Tošovský	Presidente, Istituto per la stabilità finanziaria

Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione e nella Direzione

Come già accennato, nella seduta del giugno 2006 il Consiglio di amministrazione ha eletto tre nuovi Consiglieri, ciascuno per un mandato triennale con inizio il 1° luglio 2006: Guillermo Ortiz, Governatore del Banco de México, Jean-Claude Trichet, Presidente della Banca centrale europea e Zhou Xiaochuan, Governatore della People's Bank of China.

Nella stessa occasione il Consiglio ha riletto Nout Wellink, Presidente della Nederlandsche Bank, alla carica di Consigliere per un ulteriore mandato triennale, che si concluderà il 30 giugno 2009.

Nella riunione del settembre 2006 il Consiglio ha riletto David Dodge, Governatore della Bank of Canada, e Toshihiko Fukui, Governatore della Bank of Japan, quali Consiglieri per un ulteriore periodo di tre anni, che terminerà il 12 settembre 2009.

Con lettera del 20 luglio 2006, Ben Bernanke, Presidente del Board of Governors del Federal Reserve System, ha riconfermato la nomina a Consigliere di Timothy Geithner, Presidente della Federal Reserve Bank di New York, per un periodo di tre anni, con scadenza il 12 settembre 2009.

Nel novembre 2006 Pierluigi Ciocca ha rassegnato le dimissioni dalla carica di Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, lasciando vacante il suo seggio nel Consiglio. Con lettera del 7 novembre 2006, Mario Draghi, Governatore della Banca d'Italia, ha nominato Fabrizio Saccomanni, Direttore

Generale della Banca d'Italia, quale membro del Consiglio in sostituzione di Pierluigi Ciocca per la restante durata del mandato di quest'ultimo, ossia fino al 22 dicembre 2008. Il 27 novembre 2006 è giunto a termine il mandato di Consigliere di Jean-Pierre Landau, Secondo Vice Governatore della Banque de France.

Nella seduta del marzo 2007 il Consiglio ha rieletto Jean-Pierre Roth, Presidente della Direzione generale della Banca nazionale svizzera, in qualità di membro del Consiglio per un ulteriore periodo di tre anni, che si concluderà il 31 marzo 2010. A fini di chiarezza, nella stessa occasione è stato confermato il mandato in base al quale Jean-Pierre Roth era stato eletto alla carica di Presidente del Consiglio di amministrazione della BRI dal 1° marzo 2006 al 28 febbraio 2009.

Axel Weber, Presidente della Deutsche Bundesbank, ha designato Hermann Remsperger quale successore di Jürgen Stark nella funzione di primo Sostituto con decorrenza dal giugno 2006. Ben Bernanke, Presidente del Board of Governors del Federal Reserve System, ha nominato Donald Kohn a esercitare le funzioni di suo primo Sostituto, a partire dal luglio 2006, in luogo di Roger Ferguson.

Non vi sono stati cambiamenti per quanto concerne la Direzione della BRI.

Banche centrali membri della BRI⁶

Banque d'Algérie	Bank of Israel
Saudi Arabian Monetary Agency	Banca d'Italia
Banco Central de la República Argentina	Latvijas Banka
Reserve Bank of Australia	Lietuvos Bankas
Oesterreichische Nationalbank	Narodna banka na Republika Makedonija
Banque nationale de Belgique/ Nationale Bank van België	Bank Negara Malaysia
Centralna Banka Bosne i Hercegovine	Banco de México
Banco Central do Brasil	Norges Bank
Bulgarian National Bank	Reserve Bank of New Zealand
Bank of Canada/Banque du Canada	De Nederlandsche Bank
Banco Central de Chile	Narodowy Bank Polski
The People's Bank of China	Banco de Portugal
The Bank of Korea	Bank of England
Hrvatska narodna banka	Ceská národní banka
Danmarks Nationalbank	Banca Natională a României
Eesti Pank	Central Bank of the Russian Federation
Bangko Sentral ng Pilipinas	Monetary Authority of Singapore
Suomen Pankki/Finlands Bank	Národná Banka Slovenska
Banque de France	Banka Slovenije
Deutsche Bundesbank	Banco de España
Bank of Japan	Board of Governors of the Federal Reserve System
Bank of Greece	South African Reserve Bank
Hong Kong Monetary Authority	Sveriges Riksbank
Reserve Bank of India	Banca nazionale svizzera
Bank Sentral Republik Indonesia/ Bank Indonesia	Bank of Thailand
Central Bank & Financial Services Authority of Ireland	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Seðlabanki Islands	Magyar Nemzeti Bank

⁶ Conformemente all'Articolo 15 dello Statuto, il capitale azionario della Banca è detenuto unicamente da banche centrali. Lo status giuridico dell'emissione iugoslava del capitale della BRI è stato sottoposto a esame dopo gli emendamenti costituzionali del febbraio 2003, che avevano trasformato la Repubblica federale di Jugoslavia nell'Unione degli Stati di Serbia e Montenegro con due distinte banche centrali, e la successiva dichiarazione di indipendenza dall'Unione degli Stati proclamata dal Montenegro nel maggio 2006.

Situazioni dei conti

al 31 marzo 2007

Le situazioni dei conti per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2007 riportate alle pagine 208-247 sono state approvate il 7 maggio 2007. 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 24 giugno 2007 per l'approvazione degli azionisti. Essi, unitamente alle Note integrative, 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 2007

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2007	2006
Attivo			
Cassa e conti a vista presso banche	5	92,4	33,0
Oro e depositi in oro	6	15 457,6	11 348,0
Buoni del Tesoro	7	43 159,3	47 311,9
Titoli acquistati pronti contro termine	7	61 193,5	19 519,2
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	8	91 266,0	87 898,5
Titoli di Stato e altri titoli	7	52 244,0	44 436,4
Strumenti finanziari derivati	9	1 850,8	1 956,0
Partite in corso di ricezione	10	5 473,6	7 444,7
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	11	188,0	188,4
Totale attivo		270 925,2	220 136,1
Passivo			
Depositi in valuta	12	221 790,1	185 991,5
Depositi in oro	13	13 134,9	9 235,6
Titoli ceduti pronti contro termine	14	1 062,5	1 222,4
Strumenti finanziari derivati	9	2 816,2	2 674,9
Partite in corso di pagamento	15	19 584,1	9 251,3
Altre passività	16	373,8	169,4
Totale passivo		258 761,6	208 545,1
Capitale			
Azioni	17	683,9	683,9
Riserve statutarie	18	9 538,5	9 071,7
Conto profitti e perdite		639,4	599,2
Meno: azioni proprie	20	(1,7)	(1,7)
Altri conti di capitale	21	1 303,5	1 237,9
Totale capitale		12 163,6	11 591,0
Totale passivo e capitale		270 925,2	220 136,1

Conto profitti e perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2007

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2007	2006
Reddito da interessi	23	8 858,0	6 239,1
Oneri da interessi	24	(8 241,2)	(5 569,1)
Rettifiche nette di valutazione	25	63,3	(74,1)
Reddito netto da interessi		680,1	595,9
Reddito netto da commissioni e provvigioni	26	1,3	2,7
Plus/(minus)valenze valutarie nette	27	0,9	(25,2)
Totale ricavi operativi		682,3	573,4
Costi operativi	28	(149,8)	(146,9)
Utile operativo		532,5	426,5
Plus/(minus)valenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita	29	(27,0)	58,2
Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento	30	133,9	114,5
Utile netto dell'esercizio finanziario		639,4	599,2
Utile base e utile diluito per azione (in DSP per azione)	31	1 170,8	1 108,5

Rendiconto finanziario

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2007

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2007	2006
Flussi finanziari generati da/(utilizzati in) attività operative			
Utile operativo		532,5	426,5
Poste di altra natura incluse nell'utile operativo			
Ammortamento di terreni, immobili, arredi e attrezzature	11	12,0	13,3
Variazione netta nelle attività e passività operative			
Depositi passivi in valuta al valore equo rilevato a conto economico		36 225,6	23 216,8
Attività in valuta del portafoglio bancario		(39 242,3)	(30 719,4)
Depositi passivi su conti a vista e con termine di preavviso		2 106,3	8 515,2
Depositi passivi in oro		3 899,3	2 124,8
Disponibilità in oro e depositi attivi bancari in oro		(4 063,0)	(2 118,0)
Partite in corso di ricezione		(15,8)	0,3
Altre passività/partite in corso di pagamento		205,6	19,6
Strumenti finanziari derivati netti		246,4	(533,7)
Flussi finanziari netti generati da/(utilizzati in) attività operative		(93,4)	945,4
Flussi finanziari generati da/(utilizzati in) attività di investimento			
Variazione netta delle attività in valuta del portafoglio di investimento disponibili per la vendita	7B	105,5	(1 676,9)
Variazione netta delle attività in valuta del portafoglio di investimento al valore equo rilevato a conto economico		(548,9)	-
Titoli ceduti pronti contro termine		(159,9)	63,0
Variazione netta nelle disponibilità in oro del portafoglio di investimento	6B	208,4	187,9
Acquisti netti di terreni, immobili, arredi e attrezzature	11	(11,6)	(12,6)
Flussi finanziari netti generati da/(utilizzati in) attività di investimento		(406,5)	(1 438,6)
Flussi finanziari generati da/(utilizzati in) attività di finanziamento			
Dividendi versati		(132,4)	(114,4)
Redistribuzione di azioni proprie		-	468,2
Azioni riacquistate nel 2001 - versamenti agli ex azionisti	16	(1,3)	(1,5)
Flussi finanziari netti generati da/(utilizzati in) attività di finanziamento		(133,7)	352,3
Totale flussi finanziari netti		(633,6)	(140,9)
Effetto netto delle oscillazioni di cambio su cassa ed equivalenti di cassa			
		(85,8)	108,0
Movimenti netti di cassa ed equivalenti di cassa			
		(547,8)	(248,9)
Aumento/(calo) netto di cassa ed equivalenti di cassa		(633,6)	(140,9)
Cassa ed equivalenti di cassa, saldo di inizio esercizio			
	32	2 864,6	3 005,5
Cassa ed equivalenti di cassa, saldo di fine esercizio			
	32	2 231,0	2 864,6

Ripartizione dell'utile

proposta per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2007

<i>In milioni di DSP</i>	Note	2007
Utile netto dell'esercizio finanziario		639,4
Trasferimento al Fondo di riserva legale	18	–
Dividendo proposto:		
DSP 255 per azione su 546 125 azioni		139,3
Trasferimenti proposti agli altri fondi di riserva:		
Fondo di riserva generale	18	50,0
Fondo speciale di riserva per i dividendi	18	6,0
Fondo di riserva libero	18	444,1
Utile residuo dopo i trasferimenti ai fondi di riserva		–

La ripartizione dell'utile proposta è conforme all'Articolo 51 dello Statuto della Banca.

Evoluzione delle riserve statutarie della Banca

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2007

<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	2007 Totale riserve statutarie
Situazione al 31 marzo 2006		68,3	2 913,1	136,0	5 954,3	9 071,7
Ripartizione dell'utile 2005/06	18	–	46,7	6,0	414,1	466,8
Situazione come da bilancio al 31 marzo 2007 prima della ripartizione dell'utile proposta		68,3	2 959,8	142,0	6 368,4	9 538,5
Trasferimenti proposti ai fondi di riserva	18	–	50,0	6,0	444,1	500,1
Situazione al 31 marzo 2007 dopo la ripartizione dell'utile proposta		68,3	3 009,8	148,0	6 812,5	10 038,6

Evoluzione del capitale della Banca

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2007

<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 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 disponibili per la vendita	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 al 31 marzo 2006		683,9	9 071,7	599,2	(1,7)	1 237,9	11 591,0
Reddito:							
Utile netto 2006/07		-	-	639,4	-	-	639,4
Rettifiche nette di valutazione su disponibilità in oro del portafoglio di investimento	21B	-	-	-	-	41,8	41,8
Rettifiche nette di valutazione su titoli disponibili per la vendita	21A	-	-	-	-	23,8	23,8
Totale reddito contabilizzato		-	-	639,4	-	65,6	705,0
Pagamento del dividendo 2005/06		-	-	(132,4)	-	-	(132,4)
Ripartizione dell'utile 2005/06		-	466,8	(466,8)	-	-	-
Situazione come da bilancio al 31 marzo 2007 prima della ripartizione dell'utile proposta		683,9	9 538,5	639,4	(1,7)	1 303,5	12 163,6
Dividendo proposto		-	-	(139,3)	-	-	(139,3)
Trasferimenti proposti ai fondi di riserva		-	500,1	(500,1)	-	-	-
Situazione al 31 marzo 2007 dopo la ripartizione dell'utile proposta		683,9	10 038,6	-	(1,7)	1 303,5	12 024,3

Al 31 marzo 2007 le riserve statutarie comprendevano sovrapprezzi di emissione per DSP 811,7 milioni (2006: DSP 811,7 milioni).

Note integrative

1. Introduzione

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI, "la Banca") è un'istituzione finanziaria internazionale costituita in applicazione dell'Accordo dell'Aja 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.

Le finalità della BRI, secondo quanto disposto dall'Articolo 3 del suo Statuto, consistono nel promuovere la cooperazione tra le banche centrali, nel fornire facilitazioni aggiuntive per le operazioni finanziarie internazionali e nell'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 dai Governatori delle banche centrali di Canada, Cina, Giappone, Messico, Paesi Bassi, Svezia e Svizzera, e dal Presidente della Banca centrale europea.

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. 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 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 il dicembre 2010.

Tutti gli importi delle presenti situazioni contabili sono espressi in milioni di DSP, se non altrimenti indicato.

C. Conversione valutaria

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.

D. Classificazione degli strumenti finanziari

In sede di contabilizzazione iniziale, ciascuno strumento finanziario viene assegnato dalla Banca a una delle seguenti categorie:

- finanziamenti e crediti
- attività/passività finanziarie al valore equo (*fair value*) rilevato a conto economico
- attività finanziarie disponibili per la vendita

L'assegnazione si basa sulla natura dello strumento finanziario e sulla finalità per la quale è utilizzato, come descritto nella successiva sezione E.

La classificazione che ne deriva determina la metodologia contabile da applicarsi, descritta 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.

E. Struttura dell'attivo e del passivo

Attività e passività sono suddivise in due serie distinte di portafogli.

1. Portafogli bancari

Comprendono i depositi passivi in valuta e oro, nonché le attività bancarie e gli strumenti derivati a essi collegati.

La Banca effettua operazioni in valute e in oro per conto della clientela di banche centrali. Nel corso di questa attività la Banca assume limitati rischi in termini di tasso di interesse, prezzo dell'oro e tassi di cambio.

La Banca classifica tra gli strumenti finanziari al valore equo rilevato a conto economico tutti gli strumenti finanziari in valuta appartenenti ai portafogli bancari (eccetto cassa e conti a vista presso banche, i conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso e i depositi passivi su conti a vista e con termine di preavviso). L'utilizzo del valore equo nei portafogli bancari in valuta è descritto di seguito nella Sezione I.

Tutti gli strumenti finanziari in oro all'interno di questi portafogli sono classificati come finanziamenti e crediti.

2. Portafogli di investimento

Comprendono attività, passività e strumenti derivati connessi principalmente all'investimento del capitale della Banca.

La maggior parte del capitale della Banca è investita in strumenti finanziari denominati nelle valute componenti il DSP, gestiti facendo riferimento a un indice obbligazionario con obiettivo prefissato di durata media finanziaria.

Le attività in valuta che ne derivano (eccetto cassa e conti a vista presso banche, nonché i conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso) sono classificate come disponibili per la vendita. I titoli collegati ceduti pronti contro termine sono classificati tra i finanziamenti e crediti.

La Banca detiene inoltre parte del suo capitale all'interno di portafogli gestiti più attivamente. Le attività in valuta di questi portafogli sono attività di negoziazione e, in quanto tali, sono riportate al valore equo rilevato a conto economico.

La parte restante del capitale della Banca è detenuta in oro. Le disponibilità in oro di proprietà della Banca sono classificate come disponibili per la vendita.

F. Cassa e conti a vista presso banche

Questa posta è contabilizzata in bilancio al valore nominale, più gli eventuali interessi maturati.

G. Conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso

I conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso sono attività monetarie a breve termine. Prevedono di solito un termine di preavviso pari o inferiore a tre giorni e sono riportati in bilancio alla voce "Depositi vincolati e anticipazioni a banche".

In ragione della loro scadenza a breve termine, questi strumenti finanziari sono classificati fra i finanziamenti e crediti. Sono contabilizzati in bilancio al valore nominale, più eventuali interessi maturati. Questi ultimi vengono contabilizzati nel reddito da interessi su una base di competenza.

H. Depositi passivi su conti a vista e con termine di preavviso

I depositi su conti a vista e con termine di preavviso sono passività monetarie a breve termine. Prevedono di solito un termine di preavviso pari o inferiore a tre giorni e sono riportati in bilancio alla voce "Depositi in valuta".

In ragione della loro scadenza a breve termine, questi strumenti finanziari sono classificati fra i finanziamenti e crediti. Essi sono contabilizzati in bilancio al valore nominale, più interessi maturati. Questi ultimi vengono contabilizzati negli oneri da interessi su una base di competenza.

I. Uso del valore equo nei portafogli bancari in valuta

Nella sua operatività bancaria 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 a tale attività è gestito in base al valore equo complessivo, accorpando tutte le relative poste in bilancio e fuori bilancio dei portafogli bancari in valuta della Banca. I profitti o le perdite realizzati e non realizzati sui depositi passivi in valuta vengono pertanto ampiamente compensati dalle perdite e dai profitti realizzati e non realizzati sulle relative attività in valuta e 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 riporta le pertinenti attività, passività e strumenti derivati dei portafogli bancari in valuta al valore equo rilevato a conto economico.

J. Depositi passivi in valuta riportati al valore equo rilevato a conto economico

Conformemente a quanto sopra descritto, tutti i depositi passivi in valuta, a eccezione dei conti a vista e con termine di preavviso, sono riportati al valore equo rilevato a conto economico.

Essi sono inizialmente iscritti in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi passivi successivamente maturati e l'ammortamento dei premi corrisposti e degli sconti ricevuti sono iscritti alla voce "Oneri da interessi".

Dopo la data contabile i depositi passivi in valuta 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. Attività in valuta riportate al valore equo rilevato a conto economico

Le attività in valuta includono buoni del Tesoro, titoli acquistati pronti contro termine, depositi vincolati e anticipazioni a banche, titoli di Stato e altri titoli.

Conformemente a quanto sopra descritto, la Banca riporta tutte le attività pertinenti dei portafogli bancari in valuta al valore equo rilevato a conto economico. La Banca gestisce inoltre attivamente alcuni portafogli di investimento. Le attività in valuta di questi portafogli sono attività di negoziazione e, in quanto tali, sono riportate al valore equo rilevato a conto economico.

Queste attività in valuta sono inizialmente iscritte in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi successivamente maturati e l'ammortamento dei premi corrisposti e degli sconti ricevuti sono iscritti alla voce "Reddito da interessi".

Dopo la data contabile le attività in valuta vengono rivalutate 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.

L. Attività in valuta disponibili per la vendita

Le attività in valuta includono buoni del Tesoro, titoli acquistati pronti contro termine, depositi vincolati e anticipazioni a banche, titoli di Stato e altri titoli.

Conformemente a quanto sopra descritto, la Banca classifica come disponibili per la vendita tutte le attività pertinenti dei portafogli di investimento in valuta, eccetto quelle appartenenti ai portafogli gestiti più attivamente.

Queste attività in valuta sono inizialmente iscritte in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi successivamente maturati e l'ammortamento dei premi corrisposti e degli sconti ricevuti sono iscritti alla voce "Reddito da interessi".

Dopo la data contabile le attività in valuta sono rivalutate al valore equo e le relative plus/minusvalenze non realizzate imputate al conto rivalutazione titoli, iscritto in bilancio alla voce "Altri conti di capitale". I profitti realizzati sulle cessioni sono contabilizzati nel Conto profitti e perdite, alla voce "Plusvalenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita".

M. Posizioni corte in attività in valuta

Le posizioni corte in attività in valuta sono iscritte in bilancio alla voce "Altre passività" in base alla data contabile e al valore di mercato.

N. Oro

Confluisce in questa posta l'oro in barre detenuto su conti a vista. La Banca considera l'oro alla stregua di uno strumento finanziario.

L'oro è iscritto in bilancio al suo peso di fino (convertito in DSP al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA). Gli acquisti e le vendite di oro sono contabilizzati in base alla data di regolamento. Gli acquisti e le vendite di oro a termine sono considerati alla stregua di strumenti derivati fino al giorno del regolamento.

Il trattamento delle plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro è descritto di seguito alla Sezione Q.

O. Depositi attivi in oro

I depositi attivi in oro includono i prestiti in oro a scadenza fissa concessi a banche commerciali. La Banca considera l'oro alla stregua di uno strumento finanziario.

I depositi attivi in oro sono iscritti in bilancio alla data contabile in base al peso di fino (convertito in DSP al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA), più gli interessi maturati.

Gli interessi sui depositi attivi in oro vengono contabilizzati nel reddito da interessi su una base di competenza. Il trattamento delle plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro è descritto di seguito alla Sezione Q.

P. Depositi passivi in oro

I depositi passivi in oro consistono in depositi di oro a vista e a scadenza fissa effettuati da banche centrali. La Banca considera l'oro alla stregua di uno strumento finanziario e classifica tali depositi fra i finanziamenti e crediti.

I depositi passivi in oro sono iscritti in bilancio alla data contabile in base al peso di fino (convertito in DSP al prezzo di mercato del metallo e al tasso di cambio del dollaro USA), più gli interessi maturati.

Gli interessi sui depositi passivi in oro vengono contabilizzati negli oneri da interessi su una base di competenza. Il trattamento delle plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro è descritto di seguito alla Sezione Q.

Q. Plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro

Il trattamento delle plus/minusvalenze realizzate e non realizzate sull'oro dipende dalla classificazione descritta di seguito.

1. Portafogli bancari, comprendenti depositi passivi in oro e attività bancarie in oro collegate

La Banca classifica tutti gli strumenti finanziari in oro dei suoi portafogli bancari tra i finanziamenti e crediti.

Le plus/minusvalenze derivanti da queste operazioni in oro vengono imputate al Conto profitti e perdite, sotto la voce "Plus/minusvalenze valutarie nette" alla stregua di rettifiche nette da transazioni.

Le plus/minusvalenze derivanti dalla riconversione della posizione netta in oro dei portafogli bancari vengono parimenti imputate al Conto profitti e perdite, sotto la voce "Plus/minusvalenze valutarie nette", alla stregua di rettifiche nette da conversioni.

2. Portafogli di investimento, comprendenti attività di investimento in oro

Le disponibilità in oro di proprietà della Banca sono classificate e trattate alla stregua di attività finanziarie disponibili per la vendita.

Le plus/minusvalenze non realizzate sulle attività in oro dei portafogli di investimento della Banca rispetto al loro costo stimato vengono imputate al conto rivalutazione oro, iscritto in bilancio alla voce "Altri conti di capitale".

Per le attività in oro dei portafogli 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 nei portafogli di investimento sono imputate al Conto profitti e perdite, alla voce "Plus/minusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento".

R. Titoli ceduti pronti contro termine

Se queste poste passive sono collegate alla gestione di attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico, anch'esse vengono classificate come strumenti finanziari al valore equo rilevato a conto economico. Qualora siano invece collegate alla gestione delle attività in valuta disponibili per la vendita, sono classificate tra i finanziamenti e crediti.

Esse sono inizialmente iscritte in bilancio alla data contabile e al valore di costo. Gli interessi successivamente maturati sono addebitati al conto "Oneri da interessi".

Dopo la data contabile le passività riportate 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.

S. Strumenti derivati

Gli strumenti derivati sono impiegati per la gestione del rischio di mercato della Banca oppure a fini di negoziazione. Essi sono classificati fra gli strumenti finanziari riportati 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 successivamente maturati e l'ammortamento dei premi corrisposti e degli sconti ricevuti sono iscritti 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.

T. Criteri di valutazione

Conformemente ai presenti criteri contabili, la Banca riporta la quasi totalità dei suoi strumenti finanziari in bilancio al valore equo e la maggior parte delle rettifiche di tale valore nel Conto profitti e perdite. Si definisce valore equo (*fair value*) di uno strumento finanziario l'importo al 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 fondamentali decisioni concernenti i criteri contabili da essa adottati.

Nel caso di strumenti finanziari quotati in mercati attivi, la Banca ricava il valore equo dalle quotazioni di mercato fornite periodicamente dagli operatori, ossia dai prezzi di mercato, o da tassi di interesse e volatilità impiegati nell'ambito di tecniche di valutazione comunemente utilizzate. In assenza di mercati attivi, o qualora non siano altrimenti disponibili prezzi di mercato affidabili e quotati su base regolare, 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, dei cambi e 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.

U. Partite in corso di ricezione e di pagamento

Le partite in corso di ricezione e 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.

V. Terreni, immobili, arredi e attrezzature

Il costo relativo a 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.

W. 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 ottenere una stima affidabile del loro ammontare. Ai fini della determinazione dell'importo da accantonare vengono utilizzate stime e ipotesi ottimali.

X. Obbligazioni a fronte delle prestazioni successive al rapporto di lavoro

La BRI gestisce tre sistemi di erogazioni successive al rapporto di lavoro, a titolo di pensioni dei dipendenti, di pensioni dei Consiglieri e di assicurazione malattia e infortunio per il personale in servizio e per gli ex dipendenti. Una valutazione attuariale indipendente viene effettuata annualmente per ciascuno dei tre sistemi.

Pensioni dei 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".

Pensioni dei Consiglieri

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 successive al rapporto di lavoro a titolo di malattia e infortunio

La Banca gestisce per il suo personale un fondo a ripartizione per le erogazioni successive al rapporto di lavoro 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 guadagni 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 guadagni 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.

Y. 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 corrispondono alla posta "Cassa e conti a vista presso banche", nonché a conti disponibili 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 preparazione 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 dei ricavi e delle spese contabilizzati per l'anno finanziario. Per elaborare queste stime la Direzione ricorre alle informazioni disponibili, esercita le sue capacità di giudizio e formula ipotesi.

La capacità di giudizio è esercitata in fase di selezione e applicazione dei criteri contabili della Banca. Le decisioni assunte in merito alla classificazione e alla valutazione degli strumenti finanziari costituiscono un elemento fondamentale della preparazione delle situazioni contabili.

Le ipotesi formulate comprendono stime prospettiche finalizzate, ad esempio, alla valutazione di attività e passività, obbligazioni rivenienti dai sistemi previdenziali e assistenziali, accantonamenti e passività eventuali.

I risultati effettivi possono discostarsi in misura sensibile da tali stime.

4. Mezzi propri e gestione dei rischi

A. Rischi cui è esposta la Banca

La Banca è esposta alle categorie di rischio seguenti.

Rischio di credito, ossia il 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, ossia il 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, ossia il rischio derivante dall'incapacità di regolare le proprie obbligazioni alla scadenza senza incorrere in perdite inaccettabili.

Rischio operativo, ossia il rischio di perdite finanziarie e/o danni alla reputazione della Banca risultanti da uno o più fattori di rischio, come fattori umani, carenze o disfunzioni a livello di procedure e sistemi interni, eventi esterni, compreso il rischio legale.

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.

A potenziare il controllo dei rischi intervengono le funzioni contabile e giuridica. Ruolo della funzione contabile è quello di redigere gli schemi di bilancio della Banca e di controllare il processo di spesa attraverso la predisposizione e il monitoraggio del budget annuale. La funzione giuridica fornisce consulenza e assistenza legale su un'ampia gamma di questioni relative alle attività della Banca.

La funzione interna di controllo della conformità si adopera per assicurare con ragionevole certezza che le attività

svolte dalla Banca e dal suo personale siano conformi alle leggi e ai regolamenti vigenti, allo Statuto della BRI, al Codice di condotta della Banca, alle altre prescrizioni e politiche interne, nonché alle prassi ottimali applicabili. La funzione di controllo della conformità individua e valuta i rischi di conformità, orienta e sensibilizza il personale sulle questioni di competenza, espleta mansioni di controllo e di *reporting* e, in collaborazione con il Servizio giuridico, fornisce consulenza.

La funzione di audit interno verifica le procedure di controllo della Banca e riferisce sulla loro conformità agli standard interni e alle prassi ottimali di settore. Fra i suoi compiti figurano la revisione delle procedure di gestione del rischio, dei sistemi di controllo interni, dei sistemi informativi e delle prassi di governo societario. 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.

Metodologie applicate al rischio

La Banca impiega una vasta gamma di metodologie quantitative al fine di valutare gli strumenti finanziari e misurare il rischio per l'utile netto e il capitale. Essa rivede tali metodologie alla luce dei cambiamenti nel contesto operativo e dell'evoluzione delle prassi ottimali.

Una delle principali metodologie quantitative di rischio usate dalla Banca è quella basata sul capitale economico. Il capitale economico è una misura intesa a stimare l'ammontare di mezzi propri necessario ad assorbire le perdite potenziali derivanti dalle esposizioni a una certa data, con un livello di confidenza statistica dettato dall'obiettivo della Banca di preservare la massima affidabilità creditizia. Le segnalazioni interne e i limiti di affidamento della BRI sono sovente espressi in termini di 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;
- probabile perdita in cui la Banca incorrerebbe in caso di inadempienza della controparte.

Il calcolo del capitale economico a fronte del rischio di mercato è basato sulla metodologia VaR della Banca (si veda di seguito la Sezione E 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%.

C. Adeguatezza patrimoniale

La Banca mantiene una posizione patrimoniale 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 2007.

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2007	2006
Azioni	683,9	683,9
Riserve statutarie	9 538,5	9 071,7
Meno: azioni proprie	(1,7)	(1,7)
Patrimonio di base (tier 1)	10 220,7	9 753,9
Conto profitti e perdite	639,4	599,2
Altri conti di capitale	1 303,5	1 237,9
Capitale totale	12 163,6	11 591,0

I coefficienti previsti dall'Accordo di Basilea misurano l'adeguatezza dei mezzi propri raffrontando il patrimonio idoneo della Banca con le sue attività ponderate per il rischio. Queste ultime sono ottenute applicando una serie di ponderazioni alle attività e agli strumenti derivati della Banca, 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 2007 il coefficiente del patrimonio di base della Banca era pari al 29,9% (2006: 32,4%).

D. Rischio di credito

Il rischio di credito comprende le fattispecie elencate di seguito.

Rischio di inadempienza, ossia il 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, ossia il 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, ossia il 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, riesaminati con cadenza almeno annuale e sottoposti ad aggiustamento ove ritenuto appropriato. Le revisioni tengono principalmente conto della capacità dei debitori effettivi e

potenziali di adempiere le obbligazioni di pagamento in conto 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.

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 2007 la Banca deteneva, a garanzia delle posizioni in derivati OTC, titoli di Stato dei paesi del G10 per un valore nominale di DSP 26,2 milioni. Al 31 marzo 2006 non figuravano in bilancio garanzie di questo tipo.

Le attività della Banca vengono essenzialmente investite in titoli pubblici dei paesi del G10 o in titoli di istituzioni finanziarie con rating non inferiore ad A. In ragione del ristretto numero di investimenti di questo tipo, 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 <i>Quote percentuali</i>	2007	2006
Soggetti sovrani	31,3	34,1
Istituzioni finanziarie	65,1	63,1
Altri	3,6	2,8
	100,0	100,0

Situazione al 31 marzo

Rating creditizio interno (espresso come rating equivalente a lungo termine) <i>Quote percentuali</i>	2007	2006
AAA	24,1	26,5
AA	53,8	54,7
A	21,8	18,5
BBB+ e inferiore (inclusi strumenti privi di rating)	0,3	0,3
	100,0	100,0

2. Rischio di regolamento

La Banca rende minimo 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 (meccanismo "consegna contro pagamento");
- richiedendo ove possibile il regolamento differenziale dei pagamenti relativi a strumenti finanziari derivati;
- misurando e limitando il rischio per ciascuna controparte;
- assicurandosi, nel caso di operazioni in cambi, che tali operazioni siano soggette, ove possibile, ad accordi di compensazione attivabili qualora la controparte non effettui la consegna della valuta secondo quanto pattuito.

3. Rischio di trasferimento valutario

La Banca misura il rischio di trasferimento valutario per singolo paese, fissandone i relativi limiti.

E. 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 dei portafogli di investimento, pari a 150 tonnellate di oro (2006: 165 tonnellate). Queste sono detenute in custodia o depositate presso banche commerciali. Al 31 marzo 2007 la posizione in oro della Banca era pari a DSP 2 115,2 milioni (2006: DSP 2 145,6 milioni), ossia al 17% circa del suo patrimonio (2006: 19%). 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 variazioni 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 valuta funzionale della Banca, il DSP, è una moneta panierata composta da quantità fisse di dollari USA, euro, yen e sterline. Le tabelle seguenti mostrano la composizione effettiva in valute e oro delle attività e passività della Banca. La posizione netta in valuta e oro riportata in queste tabelle comprende pertanto le attività in oro dei portafogli di investimento della Banca. Al fine di ricavare l'esposizione netta in valuta viene effettuato un aggiustamento per eliminare gli importi in oro. Successivamente, si deduce dalla posizione netta in valuta escluso l'oro la posizione neutrale rispetto al DSP, ottenendo l'esposizione netta in valuta della Banca su base neutrale rispetto al DSP.

Situazione al 31 marzo 2007

<i>In milioni di DSP</i>	DSP	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Altre valute	Totale
Attività									
Cassa e conti a vista presso banche	-	10,0	56,0	1,1	-	2,5	-	22,8	92,4
Oro e depositi in oro	-	-	-	-	-	-	15 434,3	23,3	15 457,6
Buoni del Tesoro	-	2 658,4	22 479,5	-	18 021,4	-	-	-	43 159,3
Titoli acquistati pronti contro termine	-	1 087,3	54 239,3	5 594,8	272,1	-	-	-	61 193,5
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	73,4	72 868,7	727,3	15 423,5	2,8	936,6	-	1 233,7	91 266,0
Titoli di Stato e altri titoli	-	18 185,0	23 361,5	3 476,6	1 993,2	61,6	-	5 166,1	52 244,0
Partite in corso di ricezione	-	4 657,2	213,6	458,7	28,0	115,8	-	0,3	5 473,6
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	188,0	-	-	-	-	-	-	-	188,0
Totale	261,4	99 466,6	101 077,2	24 954,7	20 317,5	1 116,5	15 434,3	6 446,2	269 074,4
Passività									
Depositi in valuta	(2 006,3)	(138 437,4)	(46 371,0)	(22 780,9)	(3 381,3)	(1 068,0)	-	(7 745,2)	(221 790,1)
Depositi in oro	-	(12,8)	-	-	-	-	(13 122,1)	-	(13 134,9)
Titoli ceduti pronti contro termine	-	(889,2)	(173,3)	-	-	-	-	-	(1 062,5)
Partite in corso di pagamento	-	(1 118,8)	(17 772,5)	(132,2)	(280,6)	-	(182,7)	(97,3)	(19 584,1)
Altre passività	-	(145,0)	(48,5)	-	-	(173,2)	-	(7,1)	(373,8)
Totale	(2 006,3)	(140 603,2)	(64 365,3)	(22 913,1)	(3 661,9)	(1 241,2)	(13 304,8)	(7 849,6)	(255 945,4)
Strumenti finanziari derivati netti	118,5	46 085,7	(32 431,4)	(728,0)	(15 366,2)	(40,5)	(14,3)	1 410,8	(965,4)
Posizione netta in valuta e in oro	(1 626,4)	4 949,1	4 280,5	1 313,6	1 289,4	(165,2)	2 115,2	7,4	12 163,6
Aggiustamento per le attività in oro dei portafogli di investimento	-	-	-	-	-	-	(2 115,2)	-	(2 115,2)
Posizione netta in valuta	(1 626,4)	4 949,1	4 280,5	1 313,6	1 289,4	(165,2)	-	7,4	10 048,4
Posizione neutrale rispetto al DSP	1 626,4	(4 870,0)	(4 227,3)	(1 370,6)	(1 206,9)	-	-	-	(10 048,4)
Esposizione netta in valuta su base neutrale rispetto al DSP	-	79,1	53,2	(57,0)	82,5	(165,2)	-	7,4	-

Situazione al 31 marzo 2006

In milioni di DSP

	DSP	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Altre valute	Totale
Attività									
Cassa e conti a vista presso banche	-	5,7	7,3	0,3	-	2,7	-	17,0	33,0
Oro e depositi in oro	-	22,7	-	-	-	-	11 325,3	-	11 348,0
Buoni del Tesoro	-	4 935,2	22 395,7	-	18 311,1	1 669,9	-	-	47 311,9
Titoli acquistati pronti contro termine	-	2 113,3	12 897,9	1 517,6	2 990,4	-	-	-	19 519,2
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	116,1	71 052,9	1 301,7	11 935,9	2,0	822,6	-	2 667,3	87 898,5
Titoli di Stato e altri titoli	-	18 262,0	17 825,8	3 009,6	2 028,8	61,1	-	3 249,1	44 436,4
Partite in corso di ricezione	2,8	6 214,3	335,6	771,7	-	6,5	-	113,8	7 444,7
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	188,4	-	-	-	-	-	-	-	188,4
Totale	307,3	102 606,1	54 764,0	17 235,1	23 332,3	2 562,8	11 325,3	6 047,2	218 180,1
Passività									
Depositi in valuta	(3 417,8)	(121 722,2)	(36 753,8)	(14 027,3)	(2 596,1)	(914,5)	-	(6 559,8)	(185 991,5)
Depositi in oro	-	(10,6)	-	-	-	-	(9 225,0)	-	(9 235,6)
Titoli ceduti pronti contro termine	-	(1 211,4)	-	(11,0)	-	-	-	-	(1 222,4)
Partite in corso di pagamento	-	(1 582,5)	(7 334,1)	(60,3)	-	(13,3)	(103,5)	(157,6)	(9 251,3)
Altre passività	-	-	(0,4)	-	-	(157,9)	-	(11,1)	(169,4)
Totale	(3 417,8)	(124 526,7)	(44 088,3)	(14 098,6)	(2 596,1)	(1 085,7)	(9 328,5)	(6 728,5)	(205 870,2)
Strumenti finanziari derivati netti	48,7	27 431,5	(6 388,5)	(1 758,2)	(19 360,3)	(1 617,7)	148,8	776,8	(718,9)
Posizione netta in valuta e in oro	(3 061,8)	5 510,9	4 287,2	1 378,3	1 375,9	(140,6)	2 145,6	95,5	11 591,0
Aggiustamento per le attività in oro dei portafogli di investimento	-	-	-	-	-	-	(2 145,6)	-	(2 145,6)
Posizione netta in valuta	(3 061,8)	5 510,9	4 287,2	1 378,3	1 375,9	(140,6)	-	95,5	9 445,4
Posizione neutrale rispetto al DSP	3 061,8	(5 484,2)	(4 307,2)	(1 361,2)	(1 354,6)	-	-	-	(9 445,4)
Esposizione netta in valuta su base neutrale rispetto al DSP	-	26,7	(20,0)	17,1	21,3	(140,6)	-	95,5	-

L'esposizione netta relativa alle altre valute include:

Attività nette al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Corona svedese	0,9	56,4
Dollaro australiano	2,6	34,7
Altre valute	3,9	4,4
Esposizione totale in altre valute	7,4	95,5

La posizione in franchi svizzeri di cui alle tabelle precedenti è riconducibile principalmente alle obbligazioni assunte dalla Banca a fronte delle prestazioni successive al rapporto di lavoro (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 variazioni dei tassi di interesse. La Banca è esposta a questo rischio soprattutto attraverso le attività fruttifere di interesse 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 2007

<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	(10,7)	5,8	(24,9)	(23,1)	(18,1)	(19,6)	(52,9)
Yen	(0,3)	0,2	(4,8)	(5,7)	(6,7)	(6,3)	(13,3)
Sterlina	(8,0)	8,3	(5,7)	(5,6)	(7,5)	(8,5)	(17,8)
Franco svizzero	(0,8)	(0,6)	(0,4)	(0,7)	(0,6)	(0,9)	2,0
Dollaro USA	(25,6)	(2,6)	(29,1)	(14,5)	(13,2)	(26,1)	(68,7)
Altre valute	(0,7)	(6,5)	(13,9)	(10,1)	(2,7)	(13,9)	(0,4)
Totale	(46,1)	4,6	(78,8)	(59,7)	(48,8)	(75,3)	(151,1)

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)

F. Rischio di liquidità

I movimenti netti dei depositi in valuta e in oro 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 di amministrazione 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 aggiuntivi, anch'essi da soddisfare mediante la detenzione di attività liquide. La liquidità della Banca è sempre stata significativamente al di sopra dell'indice minimo richiesto.

Le tabelle seguenti (comprendenti gli strumenti derivati su base netta) mostrano attività e passività ai valori di bilancio, classificate in base alla vita residua alla data di chiusura dell'esercizio.

Situazione al 31 marzo 2007

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	92,4	-	-	-	-	-	-	-	92,4
Oro e depositi in oro	12 137,6	170,0	56,7	-	199,8	2 596,5	297,0	-	15 457,6
Buoni del Tesoro	14 176,3	16 102,3	7 503,2	4 689,8	687,7	-	-	-	43 159,3
Titoli acquistati pronti contro termine	50 007,6	4 525,2	6 660,7	-	-	-	-	-	61 193,5
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	30 290,6	23 129,9	22 147,3	6 718,5	8 471,2	508,5	-	-	91 266,0
Titoli di Stato e altri titoli	3 103,2	5 848,3	3 790,7	3 211,3	3 849,0	20 727,2	11 714,3	-	52 244,0
Partite in corso di ricezione	5 470,0	-	-	-	-	3,6	-	-	5 473,6
Terreni, immobili, arredi e attrezzature	-	-	-	-	-	-	-	188,0	188,0
Totale	115 277,7	49 775,7	40 158,6	14 619,6	13 207,7	23 835,8	12 011,3	188,0	269 074,4
Passivo									
Depositi in valuta									
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di 1-2 giorni	(13 052,0)	(10 881,0)	(22 729,1)	(14 545,3)	(17 456,0)	(48 927,1)	(6 766,6)	-	(134 357,1)
Altri depositi in valuta	(49 695,0)	(10 994,3)	(9 821,1)	(9 986,2)	(6 931,8)	(4,5)	(0,1)	-	(87 433,0)
Depositi in oro	(11 965,9)	(28,3)	(56,6)	-	(72,7)	(897,4)	(114,0)	-	(13 134,9)
Titoli ceduti pronti contro termine	(959,4)	(103,1)	-	-	-	-	-	-	(1 062,5)
Partite in corso di pagamento	(19 584,1)	-	-	-	-	-	-	-	(19 584,1)
Altre passività	(214,6)	-	-	-	-	-	-	(159,2)	(373,8)
Totale	(95 471,0)	(22 006,7)	(32 606,8)	(24 531,5)	(24 460,5)	(49 829,0)	(6 880,7)	(159,2)	(255 945,4)
Strumenti finanziari derivati netti	(547,3)	(242,5)	(157,2)	(124,3)	(36,6)	1,8	140,7	-	(965,4)
Scarto in termini di scadenza	19 259,4	27 526,5	7 394,6	(10 036,2)	(11 289,4)	(25 991,4)	5 271,3	28,8	12 163,6

Situazione al 31 marzo 2006

<i>In milioni di DSP</i>	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	195,8	129,5	(67,4)	(197,3)	(206,2)	(616,5)	43,2	-	(718,9)
Scarto in termini di scadenza	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

G. Rischio operativo

La Banca definisce il rischio operativo come il rischio di perdite finanziarie e/o danni alla propria reputazione risultanti da uno o più fattori di rischio, ad esempio fattori umani, carenze o disfunzioni a livello di procedure e sistemi, o eventi esterni; tale definizione comprende il rischio legale, ma non quello strategico.

- Fattori umani: personale insufficiente o privo delle conoscenze, delle competenze o dell'esperienza richieste, formazione o sviluppo carenti, controlli inadeguati, perdita di personale chiave, insufficiente pianificazione delle sostituzioni, mancanza di integrità o di principi deontologici;
- carenze o disfunzioni a livello di procedure: politiche o procedure lacunose, inadeguate o non appropriatamente documentate, recepite, applicate, seguite o fatte rispettare;
- carenze o disfunzioni a livello di sistemi: sistemi lacunosi, inadeguati o non disponibili oppure 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.

Nel gennaio 2007 il Consiglio di amministrazione ha approvato un quadro di riferimento per la gestione del rischio operativo alla BRI. Esso fornisce una definizione di "rischio operativo" e stabilisce i principi in base ai quali il rischio viene individuato, valutato, monitorato, attenuato e segnalato. La Banca gestisce il rischio operativo attraverso un sistema di controlli interni che comprende politiche, procedure 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 perdite per rischio operativo della Banca, nonché dati di perdite esterni.

La Banca individua e stima i rischi operativi e valuta l'efficacia dei controlli esistenti per i principali processi interni attraverso un programma di autovalutazione, il Control Self-Assessment (CSA), esteso all'intera organizzazione. I risultati della valutazione annuale condotta all'interno di questo programma sono considerati ai fini della gestione del rischio operativo.

5. Cassa e conti a vista presso banche

La voce "Cassa e conti a vista presso banche" comprende 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	2007	2006
Oro in barre presso banche centrali	11 865,8	7 132,0
Totale depositi vincolati in oro	3 591,8	4 216,0
Totale oro e depositi attivi in oro	15 457,6	11 348,0
Di cui:		
attività in oro dei portafogli di investimento	2 306,0	2 259,5
disponibilità in oro e depositi attivi bancari in oro	13 151,6	9 088,5

B. Disponibilità in oro dei portafogli di investimento

Le disponibilità in oro dei portafogli 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 dei portafogli di investimento.

La tabella seguente illustra i movimenti delle disponibilità in oro dei portafogli di investimento della Banca.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Saldo di inizio esercizio	2 259,5	1 646,5
Variazione netta nelle disponibilità in oro dei portafogli di investimento		
Depositi attivi	338,7	382,0
Cessioni di oro	(206,7)	(187,2)
Partite in scadenza e altri movimenti netti	(340,4)	(382,7)
	(208,4)	(187,9)
Variazione netta nelle transazioni in attesa di regolamento	79,2	103,5
Oscillazioni del prezzo dell'oro	175,7	697,4
Saldo di fine esercizio	2 306,0	2 259,5

Al 1° aprile 2006 le disponibilità in oro dei portafogli di investimento della Banca ammontavano a 165 tonnellate di fino. Nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2007 è stata disposta la cessione di 15 tonnellate di metallo (Nota 30). Al 31 marzo 2007 il saldo risultava pari a 150 tonnellate di oro fino.

7. Attività in valuta

A. Disponibilità complessive

Le attività in valuta includono buoni del Tesoro, titoli acquistati pronti contro termine, prestiti a scadenza fissa, titoli di Stato e altri titoli.

Le attività in valuta riportate al valore equo rilevato a conto economico includono le attività bancarie in valuta corrispondenti al reimpiego di depositi della clientela, nonché le attività in valuta dei portafogli di investimento gestiti più attivamente. Le attività in valuta disponibili per la vendita consistono nella parte restante delle attività in valuta dei portafogli di investimento della Banca e corrispondono, per la maggior parte, all'investimento del capitale della Banca.

I *titoli acquistati pronti contro termine* ("PcT attivi") rappresentano transazioni per mezzo delle quali la Banca eroga a favore di una controparte un prestito a scadenza fissa contro una garanzia in titoli. Il tasso sul prestito viene determinato all'inizio della transazione, che prevede un impegno irrevocabile a restituire i titoli equivalenti subordinatamente al rimborso del prestito. 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 principalmente presso banche commerciali, ma anche presso banche centrali e istituzioni internazionali, e comprendono le anticipazioni concesse nel quadro di linee *standby* revocabili e non revocabili. La voce "Depositi vincolati e anticipazioni a banche" include inoltre i conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso (Nota 8).

I *titoli di Stato e altri titoli* sono titoli di debito emessi da amministrazioni pubbliche, organizzazioni internazionali e altre istituzioni del settore pubblico, nonché da banche commerciali e imprese. Essi comprendono obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile, così come titoli garantiti da attività.

Le tabelle seguenti contengono i dettagli delle attività in valuta della Banca.

Situazione al 31 marzo 2007	Attività portafogli bancari	Attività portafogli investimento			Totale
	Al valore equo rilevato a conto economico	Disponibili per la vendita	Al valore equo rilevato a conto economico	Totale	
<i>In milioni di DSP</i>					
Buoni del Tesoro	43 135,1	-	24,2	24,2	43 159,3
Titoli acquistati pronti contro termine	60 131,0	1 062,5	-	1 062,5	61 193,5
Prestiti a scadenza fissa e anticipazioni a banche	89 127,4	-	-	-	89 127,4
Titoli di Stato e altri titoli					
Titoli di Stato	3 397,3	6 717,6	-	6 717,6	10 114,9
Titoli di istituzioni finanziarie	27 866,0	953,6	598,4	1 552,0	29 418,0
Altri (fra cui titoli del settore pubblico)	11 601,0	1 110,1	-	1 110,1	12 711,1
	42 864,3	8 781,3	598,4	9 379,7	52 244,0
Totale attività in valuta	235 257,8	9 843,8	622,6	10 466,4	245 724,2

Situazione al 31 marzo 2006	Attività portafogli bancari	Attività portafogli investimento			Totale
	Al valore equo rilevato a conto economico	Disponibili per la vendita	Al valore equo rilevato a conto economico	Totale	
<i>In milioni di DSP</i>					
Buoni del Tesoro	47 311,9	-	-	-	47 311,9
Titoli acquistati pronti contro termine	18 296,8	1 222,4	-	1 222,4	19 519,2
Prestiti a scadenza fissa e anticipazioni a banche	85 066,9	-	-	-	85 066,9
Titoli di Stato e altri titoli					
Titoli di Stato	3 469,0	6 717,5	-	6 717,5	10 186,5
Titoli di istituzioni finanziarie	24 617,4	957,5	-	957,5	25 574,9
Altri (fra cui titoli del settore pubblico)	7 578,4	1 096,6	-	1 096,6	8 675,0
	35 664,8	8 771,6	-	8 771,6	44 436,4
Totale attività in valuta	186 340,4	9 994,0	-	9 994,0	196 334,4

B. Attività in valuta disponibili per la vendita

La tabella seguente analizza i movimenti delle attività in valuta della Banca disponibili per la vendita.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP	2007	2006
Saldo di inizio esercizio	9 994,0	8 412,2
Variazione netta delle attività in valuta disponibili per la vendita		
Acquisizioni	16 800,7	21 358,5
Cessioni	(2 265,5)	(3 214,1)
Partite in scadenza e altri movimenti netti	(14 640,7)	(16 467,5)
	(105,5)	1 676,9
Variazione netta nelle transazioni in attesa di regolamento	(41,5)	43,2
Valore equo e altri movimenti	(3,2)	(138,3)
Saldo di fine esercizio	9 843,8	9 994,0

Ulteriori dettagli sul conto rivalutazione titoli e sulle plusvalenze nette da cessioni di titoli classificati come disponibili per la vendita sono contenuti rispettivamente alle Note 21A e 29.

8. Depositi vincolati e anticipazioni a banche

I depositi vincolati e le anticipazioni a banche comprendono i prestiti a scadenza fissa e i conti disponibili 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 disponibili a richiesta e con termine di preavviso sono classificati come finanziamenti e crediti e compresi nella posta "Cassa ed equivalenti di cassa". 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	2007	2006
Prestiti a scadenza fissa e anticipazioni a banche	89 127,4	85 066,9
Conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso	2 138,6	2 831,6
Totale depositi vincolati e anticipazioni a banche	91 266,0	87 898,5

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 scambiare 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 su base singola, 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 certa data e a un prezzo prestabiliti.

La tabella seguente riporta il valore equo degli strumenti finanziari derivati.

Situazione al 31 marzo	2007			2006		
	Valore nozionale	Valore equo		Valore nozionale	Valore equo	
		Attivo	Passivo		Attivo	Passivo
<i>In milioni di DSP</i>						
Futures su titoli obbligazionari	809,5	0,6	(0,4)	381,3	–	(0,4)
Opzioni su titoli obbligazionari	–	–	–	168,0	–	(1,5)
Swap su tassi di interesse a valute incrociate	5 262,3	99,4	(657,8)	8 058,3	189,2	(803,8)
Contratti a termine su valute e su oro	1 830,7	9,9	(13,9)	4 212,5	18,8	(29,4)
Opzioni su valute	9 180,9	42,4	(60,0)	213,3	–	(0,3)
Swap su valute e su oro	62 829,9	210,7	(497,5)	38 674,9	460,5	(142,4)
Forward rate agreement	48 018,6	6,2	(6,7)	37 290,0	11,9	(7,5)
Futures su tassi di interesse	43 239,3	–	(1,3)	42 923,3	0,1	(0,3)
Swap su tassi di interesse	406 871,3	1 480,7	(1 570,3)	250 096,2	1 274,3	(1 668,6)
Opzioni su futures	396,0	0,5	–	15 228,8	1,2	(0,2)
Swaption	4 159,1	0,4	(8,3)	1 803,2	–	(20,5)
Totale degli strumenti finanziari derivati a fine esercizio	582 597,6	1 850,8	(2 816,2)	399 049,8	1 956,0	(2 674,9)
Saldo degli strumenti finanziari derivati a fine esercizio			(965,4)			(718,9)

10. Partite in corso di ricezione

Situazione al 31 marzo	2007	2006
<i>In milioni di DSP</i>		
Transazioni finanziarie in attesa di regolamento	5 449,5	7 436,4
Altre attività	24,1	8,3
Totale partite in corso di ricezione	5 473,6	7 444,7

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

				2007	2006
	Terreni	Immobili	Arredi e attrezzature (informatiche e di altra natura)	Totale	Totale
<i>In milioni di DSP</i>					
Costo storico					
Saldo di inizio esercizio	41,2	185,1	98,2	324,5	312,5
Spesa in conto capitale	-	1,5	10,1	11,6	12,6
Dismissioni e smobilizzi	-	-	(1,7)	(1,7)	(0,6)
Saldo di fine esercizio	41,2	186,6	106,6	334,4	324,5
Ammortamenti					
Ammortamento cumulativo a inizio esercizio	-	76,5	59,6	136,1	123,3
Ammortamenti	-	4,0	8,0	12,0	13,3
Dismissioni e smobilizzi	-	-	(1,7)	(1,7)	(0,5)
Saldo di fine esercizio	-	80,5	65,9	146,4	136,1
Valore contabile netto a fine esercizio	41,2	106,1	40,7	188,0	188,4

Gli ammortamenti per l'anno finanziario chiuso il 31 marzo 2007 comprendono un onere aggiuntivo di DSP 0,8 milioni derivante da una verifica sullo stato di deterioramento delle immobilizzazioni informatiche e di altra natura (2006: DSP 1,0 milioni).

12. Depositi in valuta

I depositi in valuta sono crediti scritturali nei confronti della Banca. La Banca agisce come *market-maker* per alcuni dei suoi depositi passivi in valuta e si è impegnata a rimborsare, in tutto o in parte, questi strumenti di deposito al valore equo con un preavviso di uno o due giorni lavorativi. Gli strumenti di deposito in valuta sono analizzati nella tabella seguente.

Situazione al 31 marzo		
<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Strumenti di deposito rimborsabili con preavviso di uno o due giorni		
Medium-Term Instrument (MTI)	83 843,9	57 688,3
FIXBIS	50 513,2	50 327,0
	134 357,1	108 015,3
Altri depositi in valuta		
FRIBIS	3 465,2	3 247,1
Depositi a scadenza fissa	59 314,0	52 181,5
Depositi su conti a vista e con termine di preavviso	24 653,8	22 547,6
	87 433,0	77 976,2
Totale depositi in valuta	221 790,1	185 991,5
Di cui:		
classificati tra le passività finanziarie al valore equo rilevato a conto economico	197 136,3	163 443,9
classificati tra i finanziamenti e crediti	24 653,8	22 547,6

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 di esercizio, alla pari e a date comprese fra aprile 2007 e maggio 2008 (2006: aprile 2006 e marzo 2007). Al 31 marzo 2007 l'ammontare degli MTI riscattabili in bilancio era pari a DSP 7 740,5 milioni (2006: DSP 6 262,9 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 allinearli 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 2007 l'ammontare di DCD in bilancio era pari a DSP 6 654,9 milioni (2006: DSP 231,1 milioni), con scadenze comprese tra aprile e giugno 2007 (2006: aprile e giugno 2006).

I *depositi su conti 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.

I depositi in valuta (diversi da quelli su conti 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 2007, per il totale dei depositi in valuta, la Banca era contrattualmente tenuta a pagare alla scadenza DSP 224 059,0 milioni, comprensivi degli interessi maturati a tale data (2006: DSP 187 896,6 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 2007 le modifiche alle suddette ipotesi hanno determinato un aumento nei profitti della Banca pari a DSP 3,2 milioni (2006: calo di DSP 6,0 milioni).

13. Depositi passivi in oro

I depositi in 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 2007 e 2006 l'insieme dei titoli ceduti pronti contro termine era collegato alla gestione delle attività in valuta disponibili per la vendita. Essi sono pertanto classificati tra i finanziamenti e crediti, e vengono 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

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Obbligazioni a fronte delle prestazioni successive al rapporto di lavoro (Nota 22)		
Pensioni dei Consiglieri	4,3	4,1
Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	152,1	135,1
Posizioni corte in attività in valuta	142,4	-
Altre	73,9	27,8
Passività verso ex azionisti	1,1	2,4
Totale altre passività	373,8	169,4

17. Azioni

Il capitale della Banca si compone di:

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
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	2007	2006
Azioni emesse	547 125	547 125
Meno: azioni proprie	(1 000)	(1 000)
Azioni distribuite aventi diritto al dividendo	546 125	546 125
Di cui:		
con diritto al dividendo integrale	546 125	510 192
con diritto al dividendo <i>pro rata</i> in base alla data di valuta della sottoscrizione	-	35 933
Dividendo unitario (in DSP)	255	245

Le azioni aventi diritto al dividendo *pro rata* a partire dalla data di valuta della sottoscrizione nel 2006 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, l'utile netto annuo della Banca sia destinato 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 dell'utile netto rimanente dopo il pagamento dei dividendi è solitamente destinata al Fondo di riserva libero.

Fondo di riserva legale. Questo fondo ha raggiunto il livello massimo di capitalizzazione, pari al 10% del capitale versato della Banca.

Fondo di riserva generale. Una volta eseguito il pagamento del dividendo, l'utile netto residuo deve essere destinato per il 10% al Fondo di riserva generale. Quando il saldo di questo fondo raggiunge il quintuplo del capitale versato, tale contribuzione annua scende al 5%.

Fondo speciale di riserva per i dividendi. Una parte dell'utile netto residuo può essere accantonata 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 sull'utile netto della Banca.

Fondo di riserva libero. Dopo aver effettuato i suddetti trasferimenti, l'eventuale utile netto non ancora distribuito è generalmente accreditato al Fondo di riserva libero.

Gli introiti derivanti dalla sottoscrizione di azioni della BRI vengono attribuiti 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 subite dalla Banca. In caso di liquidazione della BRI, i saldi dei fondi di riserva (dopo che sono state regolate tutte le passività della Banca e le spese di liquidazione) 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, 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	2007	2006
Saldo di inizio esercizio		
Riacquisto di azioni nell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2001	–	34 833
Altre passività	1 000	2 100
Totale di inizio esercizio	1 000	36 933
Redistribuzione alle banche centrali azioniste	–	(35 933)
Saldo di fine esercizio	1 000	1 000

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).

Avvalendosi di tale facoltà, 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 della vendita sono ammontati a CHF 861,6 milioni, equivalenti a DSP 468,2 milioni alla relativa data contabile.

Tali importi sono stati accreditati al capitale della Banca nel modo seguente.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2006
Azioni proprie	396,2
Fondo di riserva generale – aggiustamento di cambio	72,0
Totale	468,2

L'importo di DSP 396,2 milioni per il 2006 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 nel gennaio 2001, nonché per la sentenza definitiva del Tribunale arbitrale dell'Aja nel settembre 2003. Per maggiori informazioni in merito, si veda la Nota 17 delle Situazioni dei conti dell'esercizio finanziario 2004/05. Allorché sono stati ricevuti i proventi della vendita delle azioni nel 2006 è stata realizzata una plusvalenza di cambio di DSP 72,0 milioni, derivante dall'apprezzamento del franco svizzero nei confronti dei DSP nel periodo dal 2001 alle date di vendita delle azioni.

Le rimanenti azioni proprie constano di 1 000 titoli sospesi dell'emissione albanese.

Durante l'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 disponibili per la vendita e di quelle in oro dei portafogli di investimento, descritti in maggior dettaglio alle Note 6 e 7.

Essi comprendono i conti seguenti.

Situazione al 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Conto rivalutazione titoli	(80,5)	(104,3)
Conto rivalutazione oro	1 384,0	1 342,2
Totale altri conti di capitale	1 303,5	1 237,9

A. Conto rivalutazione titoli

A questo conto viene imputata la differenza tra il valore equo e il costo ammortizzato delle attività in valuta della Banca disponibili per la vendita.

La tabella seguente riporta i movimenti del conto rivalutazione titoli.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Saldo di inizio esercizio	(104,3)	92,2
Rettifiche nette di valutazione		
Minus/(plus)valenze nette su cessioni	27,0	(58,2)
Valore equo e altri movimenti	(3,2)	(138,3)
	23,8	(196,5)
Saldo di fine esercizio	(80,5)	(104,3)

Le tabelle seguenti riportano i saldi del conto rivalutazione titoli.

Situazione al 31 marzo 2007	Valore equo delle attività	Costo storico	Conto rivalutazione titoli	Plusvalenze lorde	Minusvalenze lorde
<i>In milioni di DSP</i>					
Titoli acquistati pronti contro termine	1 062,5	1 062,5	-	-	-
Titoli di Stato e altri titoli	8 781,3	8 861,8	(80,5)	37,2	(117,7)
Totale	9 843,8	9 924,3	(80,5)	37,2	(117,7)

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)

B. Conto rivalutazione oro

Questo conto riporta la differenza tra il valore contabile e il costo stimato delle disponibilità in oro dei portafogli di investimento della Banca. Per quanto concerne le disponibilità in oro 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>	2007	2006
Saldo di inizio esercizio	1 342,2	759,3
Rettifiche nette di valutazione		
Plusvalenze nette su cessioni	(133,9)	(114,5)
Oscillazioni del prezzo dell'oro	175,7	697,4
	41,8	582,9
Saldo di fine esercizio	1 384,0	1 342,2

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 amministrare 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 le erogazioni successive al rapporto di lavoro a titolo di malattia e infortunio in favore

del personale della Banca. La fruizione del sistema è subordinata in linea di principio alla permanenza in servizio del dipendente fino al 50° anno di età e per un periodo non inferiore a 10 anni.

I tre sistemi sono valutati annualmente da attuari indipendenti.

La Banca gestisce inoltre conti personali vincolati di deposito, intestati a 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 del 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 2007 il saldo complessivo di tali conti vincolati era pari a DSP 18,9 milioni (2006: DSP 19,4 milioni). Questi conti sono iscritti in bilancio alla voce "Depositi in valuta".

A. Importi iscritti in bilancio

Situazione al 31 marzo	Pensioni dei dipendenti		Pensioni dei Consiglieri		Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	
	2007	2006	2007	2006	2007	2006
<i>In milioni di DSP</i>						
Valore attuale dell'obbligazione	(653,7)	(606,4)	(4,6)	(4,5)	(186,3)	(183,8)
Valore equo delle attività del fondo	648,6	602,2	-	-	-	-
Livello di capitalizzazione	(5,1)	(4,2)	(4,6)	(4,5)	(186,3)	(183,8)
Perdite attuariali non riconosciute	47,3	46,8	0,3	0,3	42,0	57,2
Passati costi di servizio non riconosciuti	(42,2)	(42,6)	-	-	(7,8)	(8,6)
Passivo a fine esercizio	-	-	(4,3)	(4,2)	(152,1)	(135,2)

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	Pensioni dei dipendenti		Pensioni dei Consiglieri		Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	
	2007	2006	2007	2006	2007	2006
<i>In milioni di DSP</i>						
Valore attuale dell'obbligazione a inizio esercizio	606,4	596,4	4,5	4,3	183,8	179,8
Oneri per il servizio corrente	28,3	26,3	0,2	0,2	7,9	7,5
Contributi dei partecipanti	3,4	3,2	-	-	-	-
Oneri da interessi	19,8	18,5	0,1	0,1	6,1	5,7
Perdite/(utili) attuariali	3,5	9,8	-	-	(13,9)	-
Prestazioni erogate	(21,8)	(23,3)	(0,3)	(0,3)	(1,9)	(1,8)
Differenze di cambio	14,1	(24,5)	0,1	0,2	4,3	(7,4)
Valore attuale dell'obbligazione a fine esercizio	653,7	606,4	4,6	4,5	186,3	183,8

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>	2007	2006
Valore equo delle attività del fondo a inizio esercizio	602,2	566,6
Rendimento atteso sulle attività del fondo	30,6	27,4
Plusvalenza attuariale	4,1	36,8
Contributi della Banca	15,9	15,0
Contributi dei partecipanti	3,4	3,2
Prestazioni erogate	(21,8)	(23,3)
Differenze di cambio	14,2	(23,5)
Valore equo delle attività del fondo a fine esercizio	648,6	602,2

D. Importi imputati al Conto profitti e perdite

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	Pensioni dei dipendenti		Pensioni dei Consiglieri		Erogazioni a titolo di malattia e infortunio	
	2007	2006	2007	2006	2007	2006
Oneri di servizio correnti	28,3	26,3	0,2	0,2	7,9	7,5
Oneri da interessi	19,8	18,5	0,1	0,1	6,1	5,7
Meno: rendimento atteso sulle attività del fondo	(30,7)	(27,4)	-	-	-	-
Meno: passati costi di servizio	(1,5)	(3,4)	-	-	(1,0)	(1,0)
Perdite attuariali nette riconosciute nell'esercizio finanziario	-	1,2	-	-	2,6	2,8
Totale imputato ai costi operativi	15,9	15,2	0,3	0,3	15,6	15,0

La Banca prevede che nell'esercizio finanziario 2007/08 i contributi da essa versati per i sistemi sopra descritti ammontano a DSP 30,8 milioni.

E. Categorie principali di attività in percentuale delle attività totali del fondo

Situazione al 31 marzo

<i>Quote percentuali</i>	2007	2006
Azioni europee	16,4	16,1
Altre azioni	28,4	28,5
Reddito fisso europeo	25,8	26,9
Altro reddito fisso	26,6	24,0
Altre attività	2,8	4,5
Rendimento effettivo sulle attività del fondo	5,4%	10,7%

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

	2007	2006
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 Consiglieri		
Aumento atteso delle prestazioni pensionistiche	1,50%	1,50%
Applicabile unicamente al sistema pensionistico del personale		
Rendimento atteso sulle attività del fondo	5,00%	5,00%
Tasso di incremento salariale atteso	4,10%	4,10%
Applicabile unicamente al sistema pensionistico dei Consiglieri		
Tasso di incremento atteso della remunerazione pensionabile dei Consiglieri	1,50%	1,50%
Applicabile unicamente al sistema di erogazioni successive al rapporto di lavoro a titolo di malattia e infortunio		
Tasso atteso di crescita a lungo termine dei costi dell'assistenza sanitaria	5,00%	5,00%

Le ipotesi di incremento formulate riguardo agli stipendi del personale, alla remunerazione pensionabile dei Consiglieri e alle prestazioni pensionistiche pagabili incorporano un tasso ipotizzato di inflazione dell'1,5%.

Il rendimento atteso sulle attività del fondo si basa sulle aspettative di lungo periodo concernenti l'inflazione, i tassi di interesse, i premi al rischio e l'allocazione dell'attivo. Le stime tengono conto dei rendimenti storici e vengono calcolate 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 2006/07 comporterebbe gli effetti di seguito riportati.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

In milioni di DSP	2007	2006
Aumento/(calo) dei costi complessivi per il servizio e gli interessi		
Aumento assistenza sanitaria: 6%	4,6	4,3
Aumento assistenza sanitaria: 4%	(3,3)	(3,2)

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2007	2006
Aumento/(calo) dell'obbligazione		
Aumento assistenza sanitaria: 6%	47,0	46,4
Aumento assistenza sanitaria: 4%	(35,4)	(37,8)

23. Reddito da interessi

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Attività in valuta disponibili per la vendita		
Titoli acquistati pronti contro termine	59,2	39,9
Titoli di Stato e altri titoli	328,9	287,1
	388,1	327,0
Attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico		
Buoni del Tesoro	816,0	465,3
Titoli acquistati pronti contro termine	811,4	104,8
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	4 179,3	3 221,3
Titoli di Stato e altri titoli	1 727,2	1 058,4
	7 533,9	4 849,8
Attività classificate tra i finanziamenti e crediti		
Conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso	105,6	96,6
Attività in oro dei portafogli di investimento	15,4	20,4
Disponibilità in oro dei portafogli bancari	6,7	7,0
	127,7	124,0
Strumenti finanziari derivati riportati al valore equo rilevato a conto economico	805,6	936,7
Altri interessi	2,7	1,6
Totale reddito da interessi	8 858,0	6 239,1
Di cui:		
interessi ricevuti durante l'esercizio	8 260,0	6 392,4

24. Oneri da interessi

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Passività al valore equo rilevato a conto economico		
Depositi in valuta	7 596,9	5 064,3
Titoli ceduti pronti contro termine	-	0,3
	7 596,9	5 064,6
Passività classificate tra i finanziamenti e crediti		
Depositi in oro	5,2	5,4
Depositi su conti a vista e con termine di preavviso	581,6	462,1
Titoli ceduti pronti contro termine	57,5	37,0
	644,3	504,5
Totale oneri da interessi	8 241,2	5 569,1
Di cui:		
interessi corrisposti durante l'esercizio	7 824,7	5 434,9

25. Rettifiche nette di valutazione

Le rettifiche nette di valutazione si riferiscono unicamente agli strumenti finanziari riportati al valore equo rilevato a conto economico.

Per l'esercizio finanziario chiuso
il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Rettifiche di valutazione non realizzate su attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico	(6,8)	(332,9)
Plus/(minus)valenze realizzate su attività in valuta al valore equo rilevato a conto economico	(30,2)	4,3
Rettifiche di valutazione non realizzate su passività finanziarie	(510,6)	498,2
Plusvalenze realizzate su passività finanziarie	132,4	63,0
Rettifiche di valutazione su strumenti finanziari derivati	478,5	(306,7)
Rettifiche nette di valutazione	63,3	(74,1)

26. Reddito netto da commissioni e provvigioni

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Proventi per commissioni e provvigioni	6,1	5,8
Oneri per commissioni e provvigioni	(4,8)	(3,1)
Reddito netto da commissioni e provvigioni	1,3	2,7

27. Plus/(minus)valenze valutarie nette

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Plus/(minus)valenze nette su transazioni	6,7	(23,4)
Perdite nette da conversione	(5,8)	(1,8)
Plus/(minus)valenze valutarie nette	0,9	(25,2)

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 dei portafogli di investimento. Essa è stata controbilanciata da un corrispondente aumento nelle plusvalenze realizzate dalla Banca sulle vendite delle attività in oro dei portafogli di investimento (Nota 30) all'epoca del loro regolamento.

28. Costi operativi

La tabella seguente analizza i costi operativi 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>	2007	2006
Consiglio di amministrazione		
Compensi ai Consiglieri	1,9	1,7
Pensioni a ex Consiglieri	0,6	0,6
Trasferte, riunioni esterne del Consiglio e altre spese	1,7	1,1
	4,2	3,4
Direzione e personale		
Stipendi	106,6	102,3
Pensioni	32,5	31,4
Altre spese relative al personale	45,6	42,6
	184,7	176,3
Funzionamento degli uffici e altre spese	64,6	68,9
Spese di amministrazione in milioni di CHF	253,5	248,6
Spese di amministrazione in milioni di DSP	137,8	133,6
Ammortamenti in milioni di DSP	12,0	13,3
Costi operativi in milioni di DSP	149,8	146,9

Durante l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2007 il numero medio di posizioni equivalenti a tempo pieno era di 530 unità (2006: 520).

29. Plusvalenze nette su cessioni di titoli disponibili per la vendita

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Introiti da cessioni	2 265,5	3 214,1
Costo ammortizzato	(2 292,5)	(3 155,9)
Plus/(minus)valenze nette	(27,0)	58,2
Di cui:		
plusvalenze lorde realizzate	63,0	64,1
minusvalenze lorde realizzate	(90,0)	(5,9)

30. Plusvalenze nette su cessioni di disponibilità in oro dei portafogli di investimento

Gli utili sulle vendite di oro dei portafogli di investimento nell'anno finanziario chiuso il 31 marzo 2007 sono stati:

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Introiti da cessioni	206,7	187,2
Costo stimato (Nota 21B)	(72,8)	(72,7)
Plusvalenze lorde realizzate	133,9	114,5

31. Utile unitario

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

	2007	2006
Utile netto per l'esercizio finanziario (in milioni di DSP)	639,4	599,2
Numero medio ponderato di azioni aventi diritto al dividendo	546 125	540 535
Utile base e utile diluito per azione (DSP per azione)	1 170,8	1 108,5

Il dividendo proposto per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2007 è di DSP 255 per azione (2006: DSP 245).

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>	2007	2006
Cassa e conti a vista presso banche	92,4	33,0
Conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso	2 138,6	2 831,6
Totale cassa ed equivalenti di cassa	2 231,0	2 864,6

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	
	2007	2006	2007	2006
USD	0,660	0,694	0,673	0,687
EUR	0,883	0,840	0,863	0,835
JPY	0,00562	0,00589	0,00576	0,00607
GBP	1,300	1,205	1,274	1,225
CHF	0,544	0,532	0,544	0,539
Oro	438,3	404,4	422,8	327,7

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

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Valore nominale dei titoli detenuti a fronte di:		
contratti di custodia	11 189,6	10 413,8
contratti di pegno	223,6	2 220,5
mandati di gestione di portafoglio	5 535,4	5 012,1
Totale	16 948,6	17 646,4

Gli strumenti finanziari detenuti a fronte degli accordi di cui sopra sono custoditi presso depositari esterni (banche centrali o istituzioni commerciali).

36. Impegni

La Banca fornisce alle banche centrali e istituzioni internazionali sue clienti aperture di credito *standby* irrevocabili. Al 31 marzo 2007 gli impegni di questo tipo in essere erano pari a DSP 7 211,8 milioni (2006: DSP 7 470,4 milioni), di cui DSP 336,0 milioni non assistiti da garanzia (2006: DSP 344,0 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 2007

<i>Quote percentuali</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Altre valute
Attività					
Depositi in oro	-	-	-	-	0,85
Buoni del Tesoro	5,27	3,48	-	0,52	-
Titoli acquistati pronti contro termine	5,23	3,75	-	-	-
Depositi vincolati e anticipazioni a banche	5,44	3,92	5,46	0,49	4,14
Titoli di Stato e altri titoli	5,13	3,83	5,36	0,78	6,41
Passività					
Depositi in valuta	5,04	3,79	5,21	0,36	6,56
Depositi in oro	-	-	-	-	0,54
Titoli ceduti pronti contro termine	5,42	3,88	5,36	0,54	-
Posizioni corte in attività in valuta	5,51	-	-	-	-

Situazione al 31 marzo 2006

<i>Quote percentuali</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Altre valute
Attività					
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
Passività					
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	-	-

38. Analisi di concentrazione

A. Passività totali

Situazione al 31 marzo

In milioni di DSP	2007	2006
Africa	24 526,0	18 260,7
Asia-Pacifico	99 322,0	84 594,8
Europa	75 225,9	60 380,7
Americhe	51 769,1	41 394,6
Organizzazioni internazionali	7 918,6	3 914,3
Totale	258 761,6	208 545,1

I depositi in valuta e oro, principalmente da banche centrali e istituzioni internazionali, costituiscono il 90,8% (2006: 93,6%) delle passività totali della Banca. Questi depositi presentano importanti concentrazioni su singoli clienti. Al 31 marzo 2007 essi erano intestati a 152 depositanti (2006: 154), di cui quattro (2006: cinque) 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	2007	2006
Africa	13,0	-
Asia-Pacifico	6 817,8	7 166,4
Europa	315,0	304,0
Americhe	66,0	-
Totale	7 211,8	7 470,4

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	2007	2006
Africa	1 573,7	975,2
Asia-Pacifico	14 325,4	13 410,4
Europa	318,4	560,2
Americhe	731,1	2 700,6
Totale	16 948,6	17 646,4

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;
- i familiari stretti 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 di prestazioni successive al rapporto di lavoro della Banca;
- le banche centrali il cui Governatore è membro del Consiglio di amministrazione e le istituzioni a esse collegate.

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 di prestazioni successive al rapporto di lavoro 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	2007	2006
Stipendi, indennità e copertura sanitaria	6,7	6,4
Erogazioni successive al rapporto di lavoro	1,8	1,8
Emolumenti totali in milioni di CHF	8,5	8,2
Equivalenti in DSP	4,6	4,4

Nella Nota 28 sono contenuti raggugli 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 a dipendenti che partecipavano al piano di risparmio della BRI soppresso nel 2003. Tali conti, su cui non è possibile effettuare ulteriori versamenti, verranno liquidati ai rispettivi titolari al momento della cessazione del 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. Le movimentazioni e il saldo complessivo dei conti personali di deposito e dei conti vincolati accesi a nome dei membri del Consiglio di amministrazione e dell'alta Direzione della Banca sono riportati di seguito.

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di CHF</i>	2007	2006
Saldo di inizio esercizio	13,3	18,7
Depositi passivi, inclusi gli interessi maturati (al netto della ritenuta alla fonte)	3,5	6,6
Prelievi	(1,2)	(12,0)
Saldo di fine esercizio (in milioni di CHF)	15,6	13,3
Equivalentente in DSP	8,5	7,1
Interessi corrisposti sui depositi (in milioni di CHF)	0,4	0,5
Equivalentente in DSP	0,2	0,3

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, il cui servizio è cessato nello stesso periodo, figurano 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 altri clienti non collegati.

Depositi in valuta da parte di banche centrali collegate e istituzioni connesse

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Saldo di inizio esercizio	53 280,0	39 806,9
Depositi passivi	184 721,8	175 323,0
Depositi in scadenza, rimborsi e variazioni del valore equo	(182 058,0)	(156 074,1)
Movimenti netti sui conti disponibili a richiesta e con termine di preavviso	(2 703,7)	(5 775,8)
Saldo di fine esercizio	53 240,1	53 280,0
Quota percentuale sui depositi complessivi in valuta a fine esercizio	24,0%	28,6%

Depositi passivi in oro da parte di banche centrali collegate e istituzioni connesse

Per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo

<i>In milioni di DSP</i>	2007	2006
Saldo di inizio esercizio	6 267,3	4 808,6
Depositi passivi	83,3	-
Prelievi netti e movimenti del prezzo dell'oro	3 773,2	1 458,7
Saldo di fine esercizio	10 123,8	6 267,3
Quota percentuale sui depositi complessivi in oro a fine esercizio	77,1%	67,9%

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>	2007	2006
Saldo di inizio esercizio	3 198,5	4 917,3
Depositi attivi garantiti	680 101,7	1 095 001,1
Partite in scadenza e variazioni del valore equo	(682 830,0)	(1 096 719,9)
Saldo di fine esercizio	470,2	3 198,5
Quota percentuale sul totale dei titoli acquistati pronti contro termine a fine esercizio	0,8%	16,4%

Altri conti con banche centrali collegate e istituzioni connesse

La Banca detiene presso banche centrali collegate e istituzioni connesse conti a vista in valuta, che al 31 marzo 2007 ammontavano a DSP 144,7 milioni (2006: DSP 10,8 milioni). Alla stessa data l'oro detenuto su conti a vista presso banche centrali collegate e istituzioni connesse era pari a DSP 11 837,7 milioni (2006: DSP 7 132,0 milioni).

Transazioni in strumenti derivati con banche centrali collegate e istituzioni connesse

La Banca conclude con banche centrali collegate e istituzioni connesse transazioni in strumenti derivati, fra cui contratti su valute e swap su tassi di interesse. Il valore nominale complessivo di queste transazioni nell'anno finanziario chiuso il 31 marzo 2007 era pari a DSP 17 005,8 milioni (2006: DSP 10 948,1 milioni).

40. Passività eventuali

La Banca è indirettamente coinvolta in procedimenti legali, in corso in Francia, collegati al riacquisto obbligatorio nel 2001 delle azioni della BRI detenute da azionisti privati.

Un'azione legale è stata intentata presso il Tribunal de Commerce di Parigi nel settembre 2004 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 era rivolta contro la BRI, bensì contro JP Morgan & Cie SA e Barbier Frinault, consulenti della Banca in merito all'indennizzo appropriato da corrispondere per il 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 tale obbligazione non sono stati effettuati accantonamenti.

Con sentenza del 9 ottobre 2006, le Tribunal de Commerce di Parigi ha respinto la domanda di indennizzo. Alcuni richiedenti hanno fatto tuttavia ricorso alla Cour d'appel di Parigi per impugnare la sentenza.

La BRI non è attualmente coinvolta in altre azioni o procedure giudiziali di rilievo.

Relazione della Società di revisione

Relazione della Società di revisione
al Consiglio di amministrazione e all'Assemblea generale
della Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea

Abbiamo effettuato la revisione delle allegare situazioni contabili (pagg. 208-247) della Banca dei Regolamenti Internazionali, costituite, in conformità dello Statuto della Banca, dalla Situazione patrimoniale al 31 marzo 2007, dal Conto profitti e perdite per l'esercizio finanziario concluso in tale data e dalle Note integrative. 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 riportati nelle Note integrative. La Direzione della Banca è responsabile dell'impostazione, dell'attuazione e del mantenimento di un sistema di controlli interni funzionale alla predisposizione e alla corretta rappresentazione di situazioni contabili esenti da inesattezze sostanziali dovute a frode o a errore; la Direzione è inoltre responsabile della selezione e dell'applicazione di criteri adeguati di rilevazione contabile e della formulazione di stime ragionevoli in relazione alle circostanze. 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.

Abbiamo condotto le verifiche conformemente ai principi internazionali in materia di revisione, i quali prevedono che la revisione sia condotta nel rispetto delle norme deontologiche e sia pianificata e svolta in modo da poter stabilire con ragionevole certezza che le informazioni contenute nelle situazioni dei conti siano esenti da inesattezze sostanziali. La revisione si fonda su procedimenti atti a ottenere gli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nelle situazioni contabili. Le procedure concretamente adottate dipendono dal giudizio del revisore, il quale valuta fra l'altro il rischio di inesattezze sostanziali dovute a frode o errore. A questo scopo, il revisore considera i controlli interni applicati ai fini della redazione e della corretta rappresentazione delle situazioni dei conti, non per esprimere un'opinione sull'efficacia di tali controlli, bensì per poter adottare procedure di revisione adeguate alle circostanze. Il procedimento di revisione comprende altresì la valutazione dell'adeguatezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli organi direttivi, nonché quella della presentazione complessiva delle situazioni contabili. 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 svolta 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 2007, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data, conformemente allo Statuto della Banca e ai criteri contabili descritti nelle Note integrative.

Deloitte AG

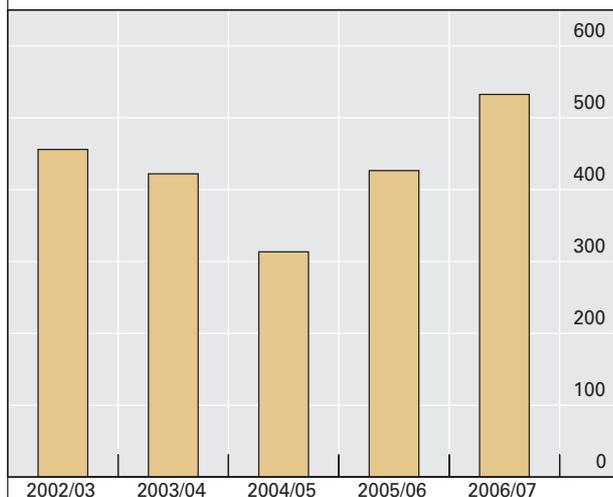
Dr. Philip Göth
Zurigo, 7 maggio 2007

Pavel Nemecek

Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni

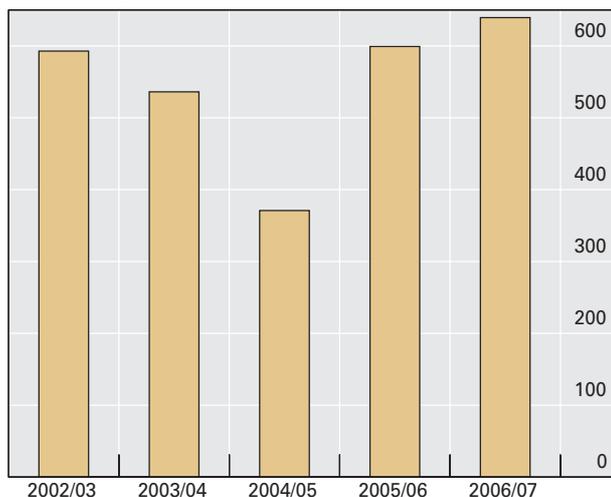
Utile operativo

In milioni di DSP



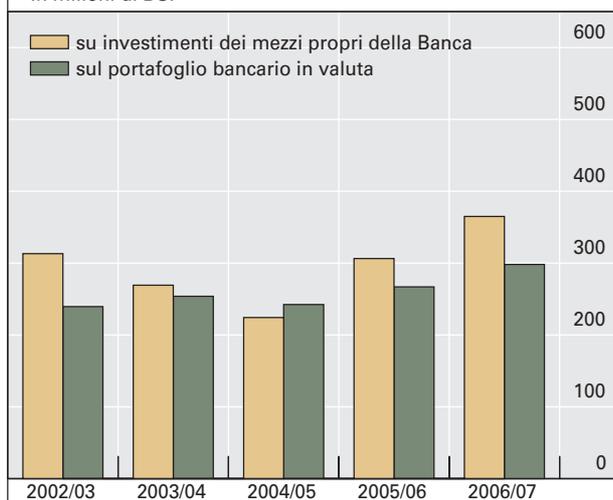
Utile netto

In milioni di DSP



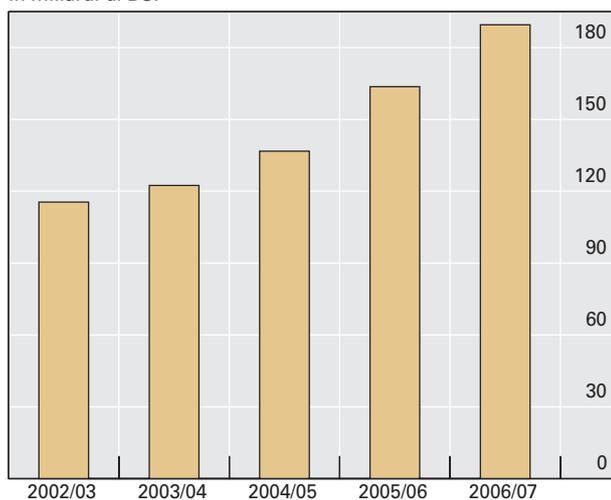
Interessi netti su investimenti in valuta

In milioni di DSP



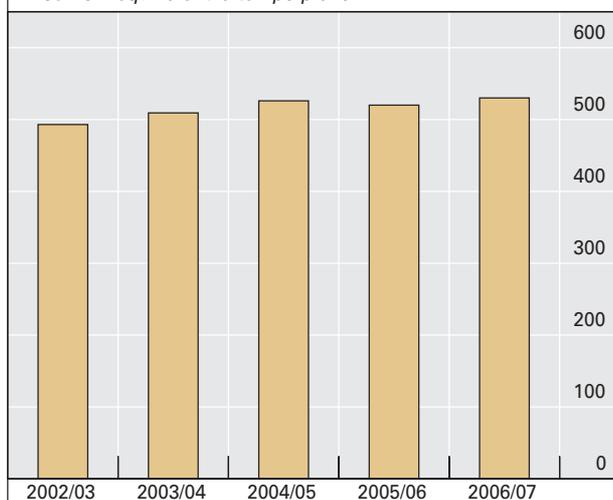
Depositi in valuta (media; in base alla data di valuta e al principio di competenza)

In miliardi di DSP



Numero medio di dipendenti

Posizioni equivalenti a tempo pieno



Costi operativi

In milioni di CHF

