



BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

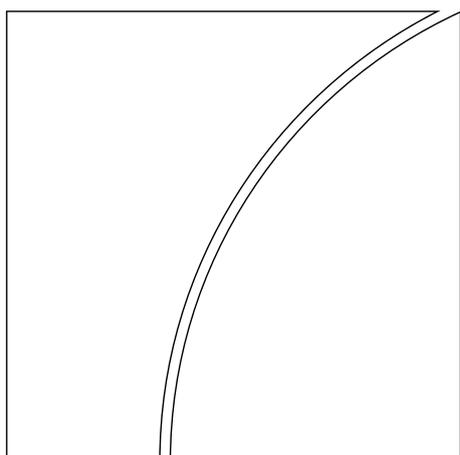
72^a Relazione annuale

1° aprile 2001–31 marzo 2002

Basilea, 8 luglio 2002



BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



72^a Relazione annuale

1° aprile 2001–31 marzo 2002

Basilea, 8 luglio 2002

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 2002. Tutti i diritti riservati.*
È consentita la riproduzione o la traduzione di brevi parti del testo,
purché sia citata la fonte.

ISSN 1021-2507

ISBN 92-9131-468-4

Pubblicata anche in francese, inglese, spagnolo e tedesco.

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

Indice

	Pagina
Lettera di presentazione	1
I. Introduzione: imprevista resilienza a eventi imprevisti	3
Un anno difficile per l'economia mondiale	4
Resilienza finanziaria all'impatto degli shock	6
Fattori alla base della resilienza dell'economia mondiale	8
II. Gli andamenti nelle economie industriali avanzate	12
Aspetti salienti	12
Rallentamento nel 2001	12
<i>Nessi internazionali</i>	13
<i>Ruolo dei settori societario e manifatturiero nella fase contrattiva</i>	17
<i>Condizioni creditizie, effetti di ricchezza e spesa delle famiglie</i>	18
Segnali di miglioramento delle prospettive economiche nel 2002	22
<i>Fattori a sostegno dell'attuale ripresa</i>	22
<i>Fattori che potrebbero frenare la ripresa</i>	23
<i>L'andamento della ripresa potrebbe divergere da un paese all'altro</i>	24
Prospettive a medio termine	25
<i>Prospettive inflazionistiche</i>	25
<i>Squilibri interni</i>	27
<i>Persistenza degli squilibri esterni</i>	30
III. Gli andamenti nelle economie di mercato emergenti	35
Aspetti salienti	35
Interdipendenze mondiali e andamenti interni	35
<i>Crescita e nessi commerciali</i>	37
<i>Fattori interni</i>	41
<i>Nessi finanziari e flussi di capitale</i>	42
Le risposte delle autorità al rallentamento	46
<i>Ruolo delle politiche monetaria e del cambio</i>	46
<i>Marcata tendenza all'allentamento monetario in Asia</i>	47
<i>Minor margine di manovra in America latina</i>	50
<i>Limitato allentamento negli altri paesi emergenti</i>	51
<i>Efficacia della politica monetaria nello stimolare la crescita</i>	51
<i>Ruolo della politica fiscale</i>	54
Le crisi in Turchia e in Argentina	56
<i>Turchia</i>	56
<i>Argentina</i>	58
<i>Impatto della crisi argentina sulle attività delle banche internazionali</i>	61
IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati	63
Aspetti salienti	63
Stati Uniti	64
Area dell'euro	66

	Pagina
Giappone	68
Paesi con obiettivi di inflazione espliciti	71
Sfide più insidiose per la politica monetaria?	73
<i>Individuare le pressioni inflazionistiche e deflazionistiche</i>	74
<i>Quando decidere un inasprimento</i>	78
<i>Quando decidere un allentamento</i>	81
<i>Sintesi</i>	83
V. Gli andamenti nei mercati dei cambi	84
Aspetti salienti	84
Dollaro, yen ed euro	85
<i>Andamenti principali</i>	85
<i>Prospettive a breve e a lungo termine</i>	86
<i>Determinanti delle oscillazioni dei cambi</i>	88
Andamenti in altri mercati valutari	91
<i>Valute europee</i>	91
<i>Valute di altri paesi industriali</i>	92
<i>Valute dei paesi emergenti</i>	94
La gestione del tasso di cambio nei paesi emergenti	95
<i>Evoluzione delle modalità di gestione del cambio</i>	96
<i>Le ragioni dell'importanza dei cambi</i>	97
Le risposte sul piano delle politiche nei paesi emergenti	100
<i>Politica monetaria</i>	100
<i>Interventi valutari</i>	102
<i>Controlli sui movimenti di capitali</i>	104
VI. I mercati finanziari	106
Aspetti salienti	106
Funzionamento dei mercati	106
<i>Le disfunzioni susseguite all'11 settembre</i>	107
<i>Le implicazioni della vicenda Enron</i>	109
Mercati azionari	110
<i>Adeguamento al ciclo economico</i>	111
<i>Permane l'ottimismo in un contesto di elevata volatilità</i>	113
I mercati del reddito fisso	115
<i>Le curve dei rendimenti sono influenzate dalla politica monetaria</i>	115
<i>Il mercato dei titoli societari dà prova di resilienza</i>	116
<i>I mutuatari si spostano dal breve al lungo termine</i>	119
Finanziamento creditizio esterno delle economie emergenti	121
<i>Limitati effetti di contagio, nonostante le gravi crisi</i>	121
<i>Buona accoglienza degli investitori alle emissioni obbligazionarie</i>	123
Motivi di inquietudine	124
<i>Rischi di concentrazione</i>	125
<i>Il problema della qualità delle informazioni</i>	126
VII. L'interazione fra il settore finanziario e l'economia reale	130
Aspetti salienti	130
L'andamento delle istituzioni finanziarie e dell'economia	131
<i>Tendenze recenti</i>	132
L'evoluzione della natura del rischio	136
<i>Andamenti sui mercati delle attività</i>	136
<i>Finanziamento sui mercati dei capitali</i>	139
<i>Trasferimento del rischio di credito</i>	140
I persistenti problemi in Giappone	141

Implicazioni per le politiche	145
<i>Misurazione del rischio e regolamentazione macroprudenziale</i>	145
<i>Requisiti patrimoniali basati sul rischio</i>	147
<i>Accantonamenti in funzione prospettica</i>	148
VIII. Conclusioni: prepararsi ad eventuali forze avverse	151
Fattori che condizionano le prospettive economiche	153
Politiche e iniziative a sostegno di una crescita durevole	158
<i>Regimi di cambio e politiche macroeconomiche</i>	158
<i>Riforme strutturali e macroprudenziali</i>	161
Alcuni insegnamenti tratti dalle crisi più recenti	164
<hr/>	
Attività della Banca	167
Contributi diretti della BRI alla cooperazione monetaria e finanziaria internazionale	167
<i>Consultazioni periodiche su questioni monetarie e finanziarie</i>	168
<i>Promozione della stabilità finanziaria a opera dei comitati permanenti</i>	169
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	169
<i>Comitato sul sistema finanziario globale</i>	171
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i>	172
<i>Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico</i>	173
<i>Istituto per la stabilità finanziaria</i>	174
Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata	175
<i>Gruppo dei Dieci</i>	175
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i>	176
<i>International Association of Insurance Supervisors</i>	177
Altre aree di cooperazione tra banche centrali	178
<i>Governo delle banche centrali</i>	178
<i>Cooperazione in ambito statistico</i>	179
<i>Cooperazione con gruppi regionali di banche centrali</i>	180
<i>Comunicazioni via Internet</i>	181
<i>Gruppo di esperti di informatica</i>	181
<i>Central Bank Counterfeit Deterrence Group</i>	182
Funzioni di Agente e Fiduciario	182
<i>Fiduciario per i prestiti governativi internazionali</i>	182
<i>Funzioni di Depositario di garanzie</i>	182
Operazioni del Dipartimento Bancario	183
<i>Passivo</i>	183
<i>Attivo</i>	184
Utile netto e sua ripartizione	184
Capitale sociale della BRI	186
<i>Ritiro di azioni detenute da privati</i>	186
<i>Divisione dell'emissione iugoslava del capitale della Banca</i>	186
Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione	187
Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite	189
Consiglio di amministrazione	204
Dirigenti della Banca	205
Banche centrali membri della BRI	207

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra l'11 e il 18 giugno 2002.

Elenco dei grafici (*) e delle tabelle

Pagina

Gli andamenti nelle economie industriali avanzate

Crescita e inflazione	13
Prodotto, interscambio e prezzi mondiali*	13
Sincronizzazione dei cicli economici*	14
Quote del commercio estero	14
Interscambio mondiale e prezzi	15
Contributi alla crescita del PIL reale*	16
Produttività del lavoro e margini di profitto*	17
Fasi di rallentamento: raffronto storico*	19
Principali contributi alla crescita reale dei consumi privati, 1996–2001*	21
Tasso d'interesse reale, saldo di bilancio strutturale e output gap*	22
Prezzi del petrolio e inflazione*	25
Principali aspetti dell'inflazione nelle economie industriali avanzate	26
Persistenza dell'inflazione*	27
Indebitamento dei settori*	28
Saldi finanziari netti dei settori*	28
Saldo delle bilance correnti nelle principali aree	31
Bilancia dei pagamenti nelle tre principali aree economiche	32

Gli andamenti nelle economie di mercato emergenti

Crescita e saldi delle bilance correnti	36
PIL reale*	37
Rallentamento della crescita e apertura commerciale*	38
Principali mercati e prodotti di esportazione	38
Produzione industriale ed esportazioni*	39
Esportazioni "high-tech" delle economie asiatiche verso gli Stati Uniti*	40
Flussi di capitale e tasso d'interesse*	43
Flussi di capitale*	43
Correlazioni fra variazioni dell'indice Nasdaq e dei corsi azionari	44
Prezzi delle azioni e spreads obbligazionari*	45
Indicatori del debito nel 2000	46
Tassi ufficiali	47
Prezzi al consumo	48
Tassi di cambio effettivi nominali*	49
Indici delle condizioni monetarie*	50
Tassi d'interesse a lungo termine	52
Espansione del credito in termini reali*	53
Saldi di bilancio e debito pubblico	55

La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

Indicatori economici per gli Stati Uniti*	65
Indicatori economici per l'area dell'euro*	67
Indicatori economici per il Giappone*	69
Inflazione e tassi ufficiali nei paesi con obiettivi di inflazione espliciti*	72
Tassi di cambio nei paesi con obiettivi di inflazione espliciti*	73
Crescita della produttività in corrispondenza dei picchi ciclici*	76
Tasso d'interesse naturale a lungo termine*	77
Tassi ufficiali e modelli operativi*	80

Gli andamenti nei mercati dei cambi

Tassi di cambio, volatilità implicite e risk reversals di dollaro, yen ed euro*	85
Distribuzioni di probabilità del cambio del dollaro rispetto allo yen e all'euro*	86
Riserve valutarie ufficiali	87
Differenziali tra le previsioni di crescita per le tre economie maggiori*	89
Flussi cumulativi di portafoglio fra le tre economie maggiori*	90
Tassi di cambio e differenziali di tasso d'interesse*	91
Tassi di cambio di determinate valute europee*	92
Prezzi delle materie prime, differenziali di crescita e di tasso d'interesse e tassi di cambio*	93
Tassi di cambio nei mercati emergenti*	95
Volatilità dei tassi di cambio e d'interesse	96
Apertura, traslazione, inflazione e attività esterne delle banche centrali	98
Liquidità dei mercati valutari	99
Obiettivi di inflazione, tassi ufficiali e tassi di cambio*	101

I mercati finanziari

Impatto dell'11 settembre sul mercato monetario USA*	107
Impatto dell'11 settembre sui mercati azionari USA*	108
Corsi azionari in prossimità di due shock*	109
Informazioni al pubblico seguite con particolare attenzione*	111
Mercati azionari: prezzi e utili*	113
Indice S&P 500: utili effettivi e previsti*	114
Volatilità e rendimenti*	114
Curve dei rendimenti degli swaps su tassi d'interesse*	116
Spreads su obbligazioni private e rendimenti societari USA*	117
Scomposizione degli spreads societari*	118
Emissioni nette di titoli di debito per scadenza*	118
Commercial paper USA*	119
Swaps di tasso d'interesse*	120
Spreads su obbligazioni sovrane di alcuni mercati emergenti*	122
Flussi bancari internazionali verso le economie emergenti*	123
Esposizioni delle banche USA in strumenti derivati*	125
Indicatori di qualità delle informazioni*	128

L'interazione fra il settore finanziario e l'economia reale

Espansione del credito*	131
Redditività delle maggiori banche nel 2000 e 2001	132
Quota dei crediti in sofferenza*	133
Indicatori dell'attività di investment banking*	133
Indicatori della solidità bancaria*	134
Performance del settore assicurativo*	135
Settore degli immobili commerciali negli USA*	137
Prezzi degli immobili	138
Qualità creditizia ed emissioni obbligazionarie*	139
Indicatori di trasferimento del rischio di credito*	140
Settore bancario in Giappone*	142

Convenzioni adottate in questa Relazione

s	dato stimato
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.

72^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea l'8 luglio 2002*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare la 72^a Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario terminato il 31 marzo 2002.

L'utile netto di esercizio ammonta a franchi oro 225,7 milioni, a fronte di franchi oro 271,7 milioni del precedente esercizio. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 2001/02 sono riportati nella sezione "Utile netto e sua ripartizione", alle pagine 184-186.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'Articolo 51 dello Statuto, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di franchi oro 52,6 milioni al pagamento di un dividendo di 380 franchi svizzeri per azione.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti franchi oro 26,9 milioni al Fondo di riserva generale, franchi oro 3,0 milioni al Fondo speciale di riserva per i dividendi e il residuo di franchi oro 143,2 milioni al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno approvate, il dividendo della Banca per l'esercizio finanziario 2001/02 sarà pagabile agli azionisti il 15 luglio 2002.

Basilea, 18 giugno 2002

ANDREW CROCKETT
Direttore Generale

I. Introduzione: imprevista resilienza a eventi imprevisti

Nel periodo sotto rassegna l'economia e il sistema finanziario mondiali hanno dato prova di enorme resilienza all'urto di shock successivi. Considerati come eventi singoli – la continua correzione dei prezzi azionari, gli attacchi dell'11 settembre, la guerra contro il terrorismo, il fallimento di Enron, il collasso del regime valutario in Argentina e il conflitto in Medio Oriente – ciascuno di questi shock era destinato ad avere sgradevoli ripercussioni economiche. Presi nell'insieme, il loro impatto cumulativo poteva essere assai più grave; le interazioni producono spesso risultati che superano di gran lunga la somma delle parti. Per giunta, questi eventi si sono sovrapposti a un rallentamento economico mondiale che a un certo punto minacciava di aggravarsi seriamente.

Rispetto a quanto ci si poteva attendere, è ragguardevole il fatto che il sistema abbia saputo reggere così bene. Lungi dal continuare a contrarsi, l'economia mondiale sembra aver ripreso a crescere. E sono gli Stati Uniti che, una volta di più, paiono aver spianato la strada, nonostante gli squilibri avvertiti su più fronti. Anche il settore finanziario ha risposto in modo flessibile a questi recenti sviluppi. I sistemi di pagamento e regolamento hanno tenuto bene, persino in una situazione estrema come l'attacco allo stesso distretto finanziario di New York. Il credito in generale ha continuato a fluire liberamente, sebbene a costi più onerosi per i mutuatari giudicati ora meno affidabili. A spiegazione di questa buona performance andrebbero certamente menzionate le politiche macroeconomiche di sostegno, e in particolar modo la politica monetaria. Va tuttavia riconosciuta anche la possibilità che i pluriennali sforzi tesi a promuovere la stabilità finanziaria abbiano cominciato infine a dare risultati. In particolare, l'infrastruttura informatica alla base dei sistemi finanziari mondiali, e i connessi piani di continuità e di backup, sono stati migliorati su vasta scala, grazie all'attenzione loro dedicata in vista del passaggio al nuovo millennio.

Nonostante questi sviluppi molto lusinghieri, e l'aspettativa che essi si protragano, sarebbe prematuro concludere che ormai tutto vada per il meglio. Certi timori espressi in precedenza potrebbero pur sempre concretizzarsi, e taluni degli shock intervenuti lo scorso anno potrebbero mostrare di avere implicazioni di più lunga durata. Un effetto già ora fin troppo evidente è la profonda erosione della fiducia, nelle informazioni di mercato e nelle persone, che è fondamentale per il buon funzionamento dell'economia. Nel caso Enron, è divenuto chiaro che le cifre su profitti e debiti erano diverse da

come si presentavano. Ciò ha provocato a sua volta una crescente diffidenza non solo nei confronti delle procedure contabili innovative introdotte da altre aziende, ma anche di alcune delle stesse convenzioni di contabilità. Questi sospetti hanno già inciso pesantemente sui corsi delle azioni di alcune società, ma potrebbero esercitare un ulteriore influsso gravoso sulle valutazioni complessive di mercato. Inoltre, le vicende di Enron hanno messo seriamente in discussione la competenza professionale e persino i principi etici di molti individui in posizione di grande responsabilità. Non uno, ma un'intera serie di livelli interni ed esterni di governance si è rivelata inefficace. A ciascun livello erano presenti conflitti di interessi, ma l'elemento comune a tutti era la riluttanza fin troppo umana a porre le domande giuste quando le cose vanno bene.

Per quanto concerne il Giappone, i dubbi si sono concentrati sull'accuratezza delle valutazioni attuali dei crediti in sofferenza nel sistema bancario e sull'attendibilità dei prezzi di mercato soggetti a interventi statali di vario genere. Anche in Argentina la fiducia è stata infranta non solo a causa del deprezzamento del cambio e della connessa inadempienza sul debito sovrano, ma anche del particolare modo in cui questi eventi sono stati affrontati. Scegliendo di riscrivere la legislazione in modi che penalizzavano esplicitamente i creditori, il governo ha dato adito a dubbi fondamentali sull'applicabilità stessa della norma di legge. Alla luce di questi fatti, ci vorrà inevitabilmente un certo tempo per ristabilire un grado adeguato di certezza e di fiducia.

Nondimeno, anche qui è possibile intravedere uno sprazzo di luce dietro alcune delle nubi che hanno oscurato il panorama economico lo scorso anno. Se mai vi è stato davvero un eccesso di fiducia negli ultimi anni, l'affare Enron vi ha, se non altro, posto fine. Anche l'esperienza dell'Argentina fornisce una lezione salutare su come i costi della mancata attuazione dei necessari cambiamenti a livello delle politiche possano salire drammaticamente con il passare del tempo. Infine, è degno di nota il fatto che il fallimento di Enron e l'inadempienza dell'Argentina abbiano potuto verificarsi senza il massiccio intervento pubblico cui si era spesso assistito in passato. Dovrebbe ormai essere perfettamente chiaro che, di fronte a situazioni così dissestate, la scelta non si pone più tra salvataggio e liquidazione. Piuttosto, l'alternativa vera è tra liquidazione controllata o incontrollata. Per quanto concerne le crisi sovrane, si può affermare che nel dibattito su quest'ultimo punto sono stati compiuti più progressi nei dodici mesi passati che non negli ultimi cinque anni.

Un anno difficile per l'economia mondiale

Il recente ciclo economico è stato atipico per diversi aspetti. In alcune economie industriali, ma soprattutto negli Stati Uniti, la crescita era stata sorretta da elementi oggettivi che suffragavano la fede in una "nuova era" di più rapido sviluppo della produttività e, quindi, dei profitti. L'espansione creditizia, i prezzi delle attività e gli investimenti fissi erano tutti aumentati rapidamente, specie nei settori che si riteneva avrebbero tratto i maggiori benefici dalle recenti innovazioni tecnologiche. Anche la seguente fase contrattiva risulta anomala, nel senso che non è dovuta principalmente a

un classico inasprimento della politica monetaria di fronte all'acuirsi delle pressioni inflazionistiche. Piuttosto, essa è stata innescata da una forte contrazione dei profitti negli Stati Uniti, di riflesso a un ridotto potere di determinazione dei prezzi e a un aumento delle retribuzioni. In effetti, i guadagni reali di produttività sono andati a beneficio del settore famiglie. In siffatto contesto, e ulteriormente incalzato dai crescenti prezzi dell'energia, il settore imprese nelle economie industriali ha liquidato le scorte e tagliato gli investimenti su vasta scala nel 2001.

La fase discendente è stata tuttavia mitigata dalla straordinaria tenuta della spesa per consumi. Ciò è tanto più degno di nota in quanto per i consumatori era globalmente aumentata l'esposizione ai rischi di un deterioramento della situazione delle imprese. Le attività finanziarie detenute dalle famiglie si erano accresciute considerevolmente, non da ultimo per effetto di piani pensionistici a contribuzione predefinita, che hanno perso non poco del loro valore dalla primavera del 2000. In molti paesi si è osservato anche uno spostamento a favore di contratti d'impiego che facilitano i licenziamenti e la riduzione dei salari durante le recessioni. Questi influssi contrattivi paiono essere stati compensati dal costante aumento di prezzo delle abitazioni in numerosi paesi, così come dal fatto che i valori di molte attività finanziarie sono tuttora ben superiori ai livelli di cinque-dieci anni or sono.

Il rallentamento sincrono dell'economia mondiale e la ripresa comune che pare essere in atto sono stati interpretati da alcuni osservatori come la conferma di una crescente globalizzazione. In un ciclo indotto dai profitti ci si può in effetti attendere che Europa e Nord America procedano maggiormente allineati, specie se si considera la portata delle fusioni e acquisizioni transatlantiche nell'ultimo decennio. Inoltre, come notato in precedenza, un aspetto centrale degli eventi recenti nei paesi industriali è stata la condivisione degli shock. Nondimeno, prima di concludere che il mondo è fundamentalmente cambiato va tenuto presente che i cicli sincroni erano già consueti negli anni settanta e ottanta. Per giunta, la lunga recessione dell'economia giapponese potrebbe dare per un certo tempo l'illusoria impressione di un sincronismo delle fasi contrattive, anche se la svolta discendente negli altri paesi si è compiuta per ragioni del tutto indipendenti.

Gli sviluppi economici nei mercati emergenti si spiegano in buona parte con le stesse forze recessive che hanno agito sui paesi industriali, sebbene l'entità dell'impatto sia variata considerevolmente. L'influsso negativo è stato particolarmente evidente nell'Est asiatico, a causa della forte dipendenza di molti paesi dalle esportazioni di prodotti legati alle tecnologie informatiche. Essendo più chiuse, le economie latino-americane, con la rilevante eccezione del Messico, hanno avvertito in maniera più attenuata l'impatto delle forze esterne. Molti paesi dell'Europa centrale paiono essere rimasti pressoché immuni dal rallentamento, mentre in Russia la crescita è stata persino più vigorosa del previsto, in virtù delle riforme strutturali e del perdurante elevato livello degli introiti petroliferi.

Nello stesso tempo, l'evoluzione dei mercati emergenti ha presentato profili distinti, alcuni in meglio, altri in peggio. Fra i primi sono certamente da annoverare la perdurante, rapida crescita in Cina e l'espansione, più lenta ma

pur sempre considerevole, in India. Anche in Indonesia sono emersi i primi segni di un possibile recupero dell'economia. Questi sviluppi propizi hanno apportato sostanziali benefici a un vasto numero di persone, molte delle quali vivono ancora in condizioni di estrema indigenza. All'altro estremo, le crisi economiche che hanno colpito la Turchia e l'Argentina sono state entrambe molto onerose ma, accanto a sostanziali analogie, presentano caratteristiche diverse.

In Argentina, così come in Turchia, il problema fondamentale di lunga durata era rappresentato dalla situazione della finanza pubblica. Inoltre, in entrambi i casi a innescare la crisi di fiducia è stato il modo in cui un regime valutario eccessivamente rigido ha interagito con un sistema bancario vulnerabile ai movimenti del cambio. Ciò ha causato una fuga di capitali sia interni che esteri. Nel caso della Turchia, un quadro di politica economica accettabile e sostanzialmente tradizionale ha potuto essere concordato in tempi brevi con il FMI. Per contro, la situazione dell'Argentina risultava molto più intricata, data l'estesa dollarizzazione dell'economia, l'entità dell'inadempienza sul debito sovrano e i conflitti tra le varie componenti dell'apparato statale. La maniera discontinua e destabilizzante in cui le autorità argentine sono poi intervenute nell'operatività del sistema bancario, in gran parte di proprietà estera, ha praticamente messo in ginocchio tanto il sistema dei pagamenti quanto l'economia.

Resilienza finanziaria all'impatto degli shock

Alla luce di questi eventi drammatici, non sorprende che lo scorso anno l'economia mondiale abbia subito un rallentamento dello sviluppo. Nondimeno, il quadro delineatosi verso la fine del primo semestre 2002 fa ritenere che la contrazione ciclica sia stata relativamente blanda, e che una ripresa globale equilibrata sia ormai in atto. Segni in tal senso sono evidenti soprattutto nel Nord America, ma sono ravvisabili anche nell'Est asiatico e in Europa, e ad essi si è accompagnata una revisione verso l'alto delle previsioni congiunturali. Mentre le oscillazioni delle scorte, specie nel settore delle tecnologie informatiche, hanno svolto un ruolo cruciale sia nella fase di rallentamento sia nella svolta ascendente, vi sono prime indicazioni che anche la domanda finale sia in aumento, unitamente alla produttività e ai profitti. È inoltre degno di rilievo il fatto che siano stati molto contenuti gli effetti di contagio prodotti dalle crisi turca e argentina su altre economie emergenti. Alcune spiegazioni di questo fenomeno, insieme ad altri sviluppi positivi nel periodo in esame, sono illustrate di seguito.

Una ragione di questa evoluzione positiva è la resilienza mostrata dal sistema finanziario mondiale, e in primo luogo la solidità della sua infrastruttura. Gli eventi dell'11 settembre hanno pregiudicato il funzionamento dei mercati azionari, obbligazionari e monetari USA all'incirca per una settimana, ma il sistema globale ha funzionato efficacemente anche all'indomani della massiccia devastazione subita da uno dei principali centri finanziari mondiali. Analogamente, dopo il tracollo di Enron, uno dei colossi energetici mondiali, il mercato dell'energia ha continuato a funzionare normalmente.

E nonostante tutti questi straordinari accadimenti, le basi giuridiche di un'intera gamma di nuovi strumenti finanziari, tra cui le società veicolo e i meccanismi per il trasferimento del rischio di credito, si sono rivelate solide.

Anche la reazione dei singoli mercati finanziari è stata coerente con una valutazione pacata delle mutate circostanze. Non vi è stata una fuga affannosa verso la liquidità, come quelle osservate dopo il quasi collasso di LTCM e la crisi russa nel 1998. Le maggiori borse nordamericane ed europee hanno proseguito la loro lunga fase discendente fino agli inizi dell'autunno dello scorso anno, ma non molto tempo dopo la caduta seguita all'11 settembre esse hanno ripreso a salire con il rischiararsi delle prospettive economiche. Inoltre, l'andamento al rialzo è proseguito nel 2002 prima di arrestarsi, a livelli di valutazione storicamente elevati, sotto l'impatto congiunto delle rivelazioni sul caso Enron e delle notizie sempre meno rosee sul fronte dei profitti aziendali. Gli altri mercati su entrambe le sponde dell'Atlantico hanno per lo più registrato oscillazioni analoghe. Essi sono calati, risaliti e nuovamente scesi quando l'ottimismo nei confronti dell'economia USA è aumentato e poi svanito, mentre sono state in gran parte ignorate le divergenti prospettive europee. L'effetto complessivo è stato tuttavia un calo dei costi nominali dell'indebitamento sul mercato dei titoli societari, scesi ai minimi storici nel settembre scorso e rimasti sostanzialmente invariati da allora.

In alcuni altri mercati si sono manifestati più chiari segni di tensione. Ciò vale soprattutto per il segmento USA della commercial paper, dal quale i prenditori con più basso rating sono stati praticamente estromessi, mentre ad altri sono stati applicati tassi d'interesse più elevati. La flessione nello stock di carta commerciale emessa da istituzioni non finanziarie nel 2001 è stata la più forte mai registrata finora. Nondimeno, molte imprese hanno potuto ancora rifarsi ad accordi prenegoziati con le loro banche, anche se queste hanno avvertito un crescente disagio in considerazione delle perdite su crediti già subite con la svolta recessiva. Il mercato delle obbligazioni societarie, per contro, si è mostrato sempre più ricettivo, e le emissioni sono salite a livelli senza precedenti. Questi collocamenti di titoli a lungo termine, benché più costosi degli strumenti a breve, dovrebbero attenuare per un certo tempo i problemi di liquidità delle imprese.

Vi sono due altri aspetti degli sviluppi recenti che illustrano la resilienza del sistema finanziario globale. Anzitutto, in molti paesi industriali i consumatori hanno potuto fruire di un accresciuto accesso ai crediti al consumo e ai mutui ipotecari, di cui si sono avvalsi sia per rimborsare debiti più costosi sia per aumentare la spesa in consumi. Sebbene in misura molto meno pronunciata, un fenomeno analogo è osservabile in alcune maggiori economie emergenti, tra cui Cina, Corea, India e Messico. In paesi con saggi di risparmio interno inizialmente bassi, tali prestiti hanno dovuto essere finanziati, almeno in parte, con afflussi di capitali dall'estero. Negli Stati Uniti, in particolare, le agenzie di credito ipotecario di emanazione governativa hanno avuto enorme successo nel collocare obbligazioni direttamente presso non residenti.

Il secondo aspetto di rilievo degli sviluppi finanziari recenti è anch'esso collegato ai flussi di capitali internazionali. In un contesto globale destinato ad accrescere l'avversione al rischio degli investitori, il finanziamento esterno di

paesi con disavanzi dei conti correnti avrebbe potuto risultare improvvisamente più difficile. In realtà, così non è stato. Nell'ambito dei paesi industriali, il fabbisogno di finanziamento esterno degli Stati Uniti ha continuato a essere soddisfatto agevolmente. Lo stesso è accaduto in genere per le economie emergenti. È pur vero che le banche hanno ridotto ulteriormente i loro crediti sull'estero; tuttavia, da tempo le istituzioni attive a livello internazionale hanno la tendenza a fare crescente affidamento sulla presenza e sulla raccolta in loco per erogare crediti ai paesi emergenti. D'altra parte, i prenditori che si sono rivolti ai mercati obbligazionari internazionali per la loro provvista hanno continuato ad avere facile accesso. Nel periodo in esame gli spreads sul debito sovrano si sono addirittura ridotti per paesi come la Corea e il Messico, le cui politiche sono state giudicate sane, mentre il contrario è avvenuto (talora in misura drastica) per paesi come la Turchia, l'Argentina e il Venezuela. Inoltre, gli investimenti diretti esteri hanno continuato a fluire verso un certo numero di destinatari preferenziali, in particolare Brasile, Cina e Messico, e in alcune economie emergenti anche i corsi azionari si sono mossi al rialzo. Nell'insieme, l'esito è stato fortunatamente ben diverso da quel contagio indiscriminato che taluni temevano potesse propagarsi dalle crisi turca e argentina.

Fattori alla base della resilienza dell'economia mondiale

Quali sono le ragioni della resilienza mostrata dall'economia e dal sistema finanziario mondiali? Le iniziative ufficiali sembrano fornire almeno in parte una risposta. Le politiche macroeconomiche di stimolo hanno chiaramente contribuito a sostenere la domanda aggregata. Su un piano più congetturale, le misure adottate negli ultimi anni per promuovere la stabilità finanziaria hanno cominciato forse a dare i loro frutti. E, ancora più a monte, diversi paesi hanno operato nel senso di liberalizzare i mercati del lavoro e dei prodotti e di aumentare la produttività. Fra i benefici attesi da tali politiche si è sempre ritenuto che rientrasse una crescita più stabile e mediamente più veloce.

L'azione più palese sul piano delle politiche è stato il netto allentamento monetario attuato in quasi tutti i paesi. Anche se per alcune economie gli effetti ritardati di precedenti incrementi di prezzo del petrolio continuavano a essere fonte di preoccupazione, in generale le pressioni inflazionistiche di fondo sono state considerate deboli. Di conseguenza, le autorità monetarie hanno avuto a disposizione un consistente margine di manovra, che molte di loro hanno per giunta sfruttato in modo aggressivo.

In nessun altro paese ciò è apparso così evidente come negli Stati Uniti, dove il tasso ufficiale è stato abbassato drasticamente e a più riprese nel 2001, e da allora mantenuto ai minimi storici. Un fattore determinante può essere stata la percezione che alcuni canali tradizionali attraverso cui agisce la politica monetaria non funzionassero come previsto. Quando i tassi a breve sono diminuiti, quelli a lunga sono calati per poi risalire, e il cambio effettivo del dollaro si è a sua volta apprezzato. I corsi azionari hanno continuato a indebolirsi, anche se forse più lentamente di quanto sarebbe avvenuto senza la distensione monetaria. Pur riconoscendo che alcuni di questi sviluppi testimoniavano di un certo ottimismo nel futuro da parte del mercato, la

Riserva federale ha chiaramente ritenuto che vi fossero validi motivi per agire con risolutezza. Un secondo fattore potrebbe essere stato l'insegnamento tratto dall'esperienza del Giappone dove, in presenza di prezzi calanti e di tassi nominali praticamente azzerati, vi era il reale pericolo di incrementi cumulativi dei tassi reali e di effetti deflazionistici sul debito. Inoltre, una gamma di risposte monetarie meno usuali, tra cui livelli sempre più alti di riserve bancarie, non è riuscita finora a capovolgere la situazione del paese.

Anche la BCE ha ridotto il proprio tasso ufficiale in risposta alle condizioni economiche. La flessione assoluta è stata peraltro più modesta in considerazione della dinamica dell'inflazione rimasta ostinatamente al di sopra dell'obiettivo. Inoltre, per gran parte del 2001 la decelerazione della crescita è stata molto più moderata nell'area dell'euro che non negli Stati Uniti. Il quadro si presenta simile per la maggior parte dei paesi industriali con obiettivi di inflazione e per molte economie emergenti. Relativamente a quest'ultimo gruppo, la recente diffusione dei regimi di cambio fluttuante (anche se in alcuni casi fortemente pilotato) ha offerto un nuovo canale attraverso il quale potrebbe agire un allentamento monetario. Ovviamente, la misura in cui questa nuova libertà di manovra poteva essere sfruttata è dipesa in larga parte dalla credibilità dei regimi monetari nei paesi in questione. In termini generali, e sostanzialmente in linea con l'esperienza storica, le banche centrali in Asia sono state meno soggette a vincoli di quelle dell'America latina.

Le politiche di stimolo fiscale hanno parimenti contribuito a sostenere l'economia globale. In linea di massima, i paesi con migliori precedenti in termini di finanza pubblica hanno potuto impegnarsi in tal senso più di quelli con un passato di minor rigore fiscale. La gamma delle misure è variata da un significativo ampliamento del deficit strutturale negli Stati Uniti a una restrizione vera e propria nel caso del Giappone. I paesi nell'area dell'euro hanno ritenuto di poter coniugare la flessibilità del Patto di stabilità e crescita con tagli d'imposta senza compromettere il loro impegno di lungo periodo a un orientamento fiscale sostanzialmente neutro. Uno stato di cose altrettanto differenziato è prevalso nei mercati emergenti. Mentre in Asia molti governi hanno operato un significativo allentamento della politica di bilancio, alcuni paesi latino-americani sono stati vincolati dalle pressioni del cambio o da leggi volte ad assicurare il rigore di bilancio dopo anni di lassismo. Il Messico, ad esempio, pur risentendo pesantemente del rallentamento dell'economia statunitense, ha dovuto compensare con tagli di spesa il calo delle entrate tributarie dovuto al ribasso dei prezzi petroliferi nel 2001.

Come si spiega il fatto che nel periodo in esame i mercati finanziari abbiano risposto in modo così efficace? La riduzione dei tassi ufficiali ha sicuramente concorso a questo risultato. Oltre a ciò, la diversificazione e la flessibilità dei mercati finanziari sono notevolmente aumentate in molte economie dopo diversi anni di deregolamentazione. Le società, specie nel Nord America e in Europa, hanno avuto accesso a fonti alternative di finanziamento quando, nel corso del 2001, le fonti iniziali si erano prosciugate. In numerosi paesi le famiglie sono state anche in grado di modificare il profilo temporale delle decisioni di spesa rivolgendosi a nuovi mercati per la raccolta di fondi. Ciò ha rappresentato in parte un benefico effetto secondario dei

crescenti prezzi delle abitazioni e della maggiore disponibilità di garanzie collaterali. Tuttavia, il fenomeno ha rispecchiato anche l'accresciuta capacità delle istituzioni finanziarie di impiegare strumenti di trasferimento del credito per ridistribuire le esposizioni connesse con questi nuovi crediti. Inoltre, i mercati derivati, e in particolare i segmenti in rapida espansione per il trasferimento del rischio di credito, hanno anche consentito a molti operatori economici di condividere con altri le ramificazioni dei vari shock cui hanno dovuto far fronte di recente.

Più in generale, negli ultimi anni le esigenze di finanziamento sono state soddisfatte più dai mercati che dagli intermediari finanziari come le banche. Ciò ha ridotto la probabilità di danni collaterali prodotti dagli shock attraverso il sistema dei pagamenti, pur non avendola chiaramente eliminata. Gli attacchi terroristici dell'11 settembre avrebbero potuto causare la paralisi totale dei mercati se la Riserva federale e, in minor misura, altre banche centrali non fossero intervenute con abbondanti iniezioni di liquidità per assicurare l'adempimento degli obblighi di pagamento.

Un quesito strettamente correlato riguarda le ragioni per cui gli effetti di contagio prodotti dalle crisi turca e argentina siano stati così contenuti. La spiegazione principale va sicuramente ricercata nella diffusa adozione di regimi di cambio flottante. Anzitutto, entrambe le crisi si sono sviluppate in un arco di tempo abbastanza lungo, permettendo agli investitori esposti verso i mercati emergenti di riallocare i loro fondi in modo relativamente ordinato. Inoltre, a seguito delle crisi precedenti, gli investimenti ad alto grado di leva nelle economie emergenti paiono essere alquanto diminuiti rispetto al passato, un'evoluzione che potrebbe essere collegata alla minore importanza negli ultimi anni dei grandi hedge funds macrodirezionali. Ma un altro fattore importante sembra essere rappresentato dalla crescente capacità degli investitori di distinguere i crediti buoni da quelli cattivi e di effettuare le loro scelte allocative in conseguenza.

Questa accresciuta capacità selettiva riflette un altro fondamentale cambiamento che ha influenzato la condotta delle istituzioni finanziarie negli ultimi anni, migliorando così il funzionamento dei mercati. Pare in generale essere notevolmente aumentata la consapevolezza del fattore rischio da parte delle istituzioni finanziarie, specie per quanto riguarda le esposizioni connesse con i mutui concessi a fronte di immobili commerciali. Le istituzioni hanno sviluppato nuove e perfezionate metodologie di misurazione dei rischi, compiendo significativi progressi nel porre in atto sistemi per una loro efficace gestione. Nei paesi in cui esse effettuavano da tempo una più accurata valutazione di prezzo dei rischi, i loro bilanci si sono trovati in condizioni decisamente migliori per affrontare il rallentamento economico.

Una parte del merito di questo cambiamento nella cultura del rischio va al Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e al connesso impegno dei suoi omologhi per i settori assicurativo e mobiliare. Mentre prosegue il riesame e la revisione dei Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria, ed è in corso di definizione il testo definitivo del Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale, il processo interattivo per elaborare questi nuovi principi guida si è già rivelato di immenso ausilio. Non meno preziosa è stata la fattiva

partecipazione del FMI e delle istituzioni della Banca mondiale nell'accertare il grado di osservanza di questi criteri nei mercati emergenti e nel fornire assistenza ai loro governi affinché vengano apportati i necessari miglioramenti. Sono state anche adottate misure complementari per rafforzare sia il funzionamento che l'infrastruttura dei mercati. Dato atto di ciò, molto resta da fare per fronteggiare le fragilità finanziarie che permangono, un punto questo su cui si ritornerà nelle Conclusioni di questa Relazione.

Lo scorso anno sono state esplorate anche altre vie per migliorare la cooperazione fra quanti si adoperano nell'interesse della stabilità finanziaria nei singoli paesi e a livello mondiale. I Governatori delle banche centrali del G10 e gli organi di vigilanza autonomi hanno cominciato a interagire su base più regolare che in passato. Un importante beneficio atteso è la migliore comprensione reciproca dei vantaggi che comporta il concentrare l'attenzione non solo sulla solidità di singole istituzioni, ma anche sulla potenziale esposizione dell'intero sistema a shock comuni. Questo dibattito è anche un utile complemento di quello che si svolge in seno al Forum per la stabilità finanziaria (FSF), dove è stata ulteriormente ampliata la rete internazionale di funzionari impegnati in tali problematiche. Nel 2001 il FSF ha inoltre iniziato a organizzare riunioni a livello regionale. Un importante obiettivo era lo scambio di opinioni sulle vulnerabilità e sui modi in cui l'adozione di standard finanziari internazionali potrebbe contribuire a ridurle. L'idea centrale alla base del lavoro del Forum è che i singoli paesi ricaverrebbero enormi vantaggi dal disporre di sistemi finanziari interni efficienti e stabili. Ed è questo interesse soggettivo, più che la necessità di contribuire a qualche generica iniziativa internazionale, che dovrebbe fornire la motivazione principale ad attuare le riforme finanziarie interne. Nondimeno, il Forum si sta anche adoperando per migliorare la comprensione da parte dei mercati dell'importanza di questi standard internazionali, cosicché con il tempo ne venga sempre più premiata l'applicazione e penalizzata l'inosservanza.

Infine, e per quanto paradossale possa sembrare alla luce degli sviluppi in Argentina, lo scorso anno sono stati compiuti progressi anche nella definizione di procedure più ordinate per la risoluzione delle crisi di liquidità di mutuatari sovrani. Anzi, i caotici eventi in Argentina potrebbero persino aver contribuito a questi progressi. Dopo molti anni di disaccordo tra alcuni dei maggiori paesi industriali, i più recenti comunicati del G7 e del G10 mostrano che esiste ora un sostanziale consenso sul modo di procedere. Anche se ci vorranno forse anni per raggiungere un pieno accordo e renderlo operativo – e come sempre la difficoltà sta nei dettagli – sembrano esservi oggi maggiori motivi di ottimismo sulla possibilità di pervenire a risultati pratici di quanti non ve ne siano stati da diverso tempo.

II. Gli andamenti nelle economie industriali avanzate

Aspetti salienti

Nel corso del 2001 le economie industriali avanzate hanno subito un rallentamento eccezionalmente brusco e simultaneo; la crescita del commercio mondiale si è fermata. La decelerazione è stata originata dal settore societario, dove la caduta dei profitti e dei corsi azionari ha comportato un netto calo della spesa in investimenti fissi e delle scorte. Le condizioni di finanziamento per le imprese sono divenute più selettive, in quanto le società con basso merito di credito hanno dovuto corrispondere differenziali più ampi. È rimasta invece sostenuta la domanda delle famiglie, specie negli Stati Uniti e in altri paesi anglofoni. Il vigore della spesa di questo settore è in parte attribuibile ai crescenti prezzi delle abitazioni e alle favorevoli condizioni del credito.

L'evoluzione dell'economia mondiale è migliorata sensibilmente nei primi mesi del 2002, grazie a un più lento decumulo delle scorte e alla risoluta reazione sul piano delle politiche. Gli investimenti fissi privati non hanno ancora ripreso quota: i profitti sono tuttora depressi, e in alcuni paesi i livelli del debito appaiono elevati per questa fase del ciclo economico. Le aspettative inflazionistiche sembrano ben ancorate in basso, nonostante i rincari del petrolio, e hanno permesso di mantenere i tassi ufficiali a livelli contenuti.

Rallentamento nel 2001

La crescita del prodotto aggregato nei principali paesi industriali ha iniziato a diminuire dalla metà del 2000, continuando a rallentare marcatamente lo scorso anno (tabella II.1). I primi segni di frenata sono emersi negli Stati Uniti, in particolare nel settore ad alta tecnologia. La conseguente decelerazione del commercio mondiale è stata particolarmente forte (grafico II.1), mettendo in evidenza l'insolita sincronia della flessione congiunturale. Un altro importante aspetto del rallentamento è che esso non pare essere stato innescato da una restrizione monetaria. Piuttosto, si è assistito a una brusca correzione al ribasso delle giacenze e degli investimenti aziendali, preceduta e in parte causata da una pronunciata flessione dei profitti delle imprese. Per contro, i consumi privati e l'edilizia residenziale hanno mostrato una tenuta molto maggiore rispetto a precedenti fasi contrattive. Le dinamiche divergenti della spesa delle imprese e delle famiglie originano in parte da differenti fattori di fondo. Una capacità in eccesso e profitti calanti nel settore societario contrastano nettamente con i crescenti prezzi immobiliari e il perdurante vigore dei redditi reali delle famiglie. Hanno favorito i consumi e l'edilizia abitativa anche le condizioni creditizie relativamente agevoli per il settore famiglie.

Forte decelerazione dell'interscambio mondiale

Crescita e inflazione						
	PIL reale			Prezzi al consumo ¹		
	1991–2000	2001	2002 ²	1991–2000	2001	2002 ²
variazioni percentuali annue						
Stati Uniti	3,2	1,2	2,8	2,8	2,8	1,6
Area dell'euro	2,0	1,5	1,3	2,6	2,5	2,0
Giappone	1,4	-0,4	-1,0	0,8	-0,7	-1,0
Regno Unito	2,3	2,2	1,8	3,2	2,1	2,2
Economie industriali avanzate	2,5	1,1	1,7	2,4	2,1	1,4

¹ Per il Regno Unito, prezzi al dettaglio esclusi interessi ipotecari. ² Previsioni Consensus pubblicate in maggio.

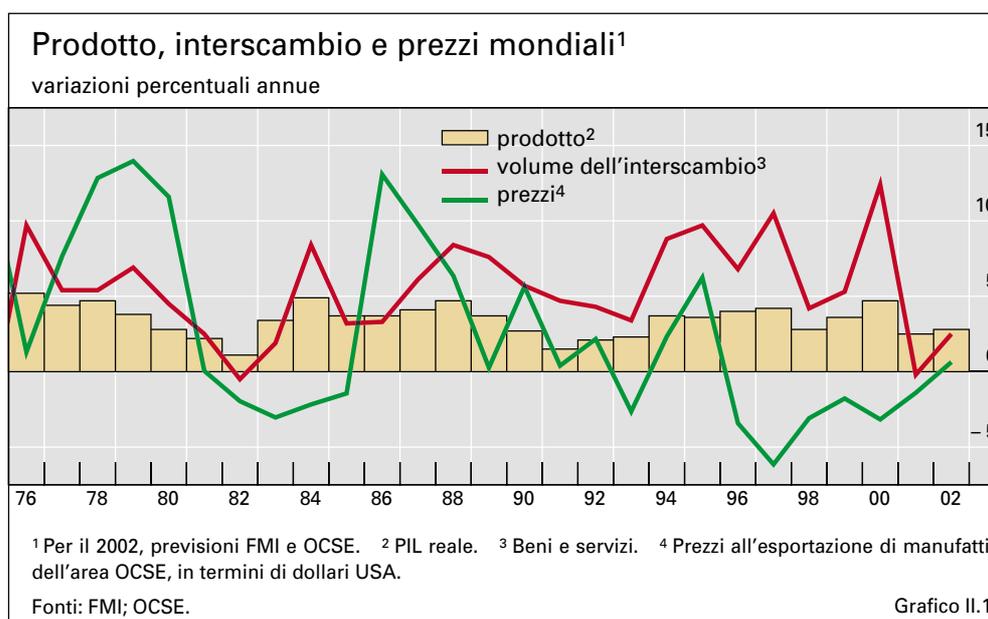
Fonti: © Consensus Economics; statistiche nazionali. Tabella II.1

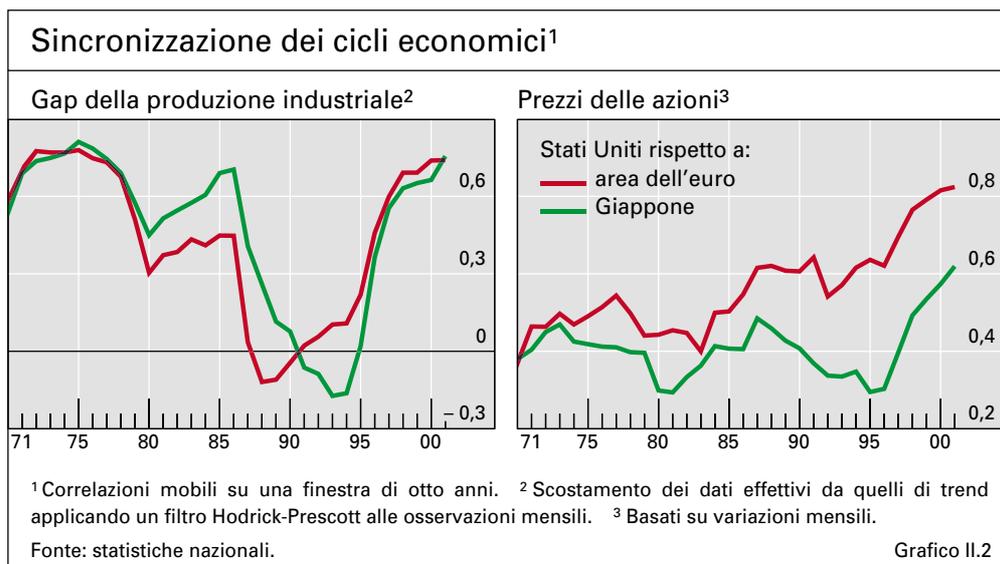
Nessi internazionali

Una caratteristica di spicco della più recente fase di rallentamento è che essa presenta un maggior sincronismo rispetto alla recessione dei primi anni novanta (grafico II.2). Una spiegazione potrebbe essere che con l'intensificarsi della globalizzazione economica è aumentata la correlazione tra i cicli congiunturali, sebbene siano plausibili anche altre interpretazioni.

Canale
commerciale

Il canale più diretto attraverso il quale uno shock si trasmette da un paese all'altro è quello commerciale. Essendo aumentata la specializzazione ai vari stadi del processo produttivo, nelle odierne economie i flussi dell'interscambio rappresentano una quota maggiore del prodotto (tabella II.2). Inoltre, l'integrazione verticale implica che uno shock specifico di un settore produca effetti analoghi in termini di oscillazione del prodotto aggregato anche al di là dei confini nazionali. Come mostra la continua crescita dei flussi di investimenti diretti esteri durante gli anni novanta, una seconda, e correlata, caratteristica della globalizzazione è che le aziende si sono insediate più saldamente nei





mercati esteri. Di conseguenza, le turbative in una grande economia tendono a deprimere i profitti complessivi di società multinazionali, provocando un aggiustamento generalizzato della loro spesa. In aggiunta, i problemi sorti in un paese possono condizionare le aspettative economiche dei partners commerciali, innescando una più rapida correzione delle scorte, dei piani d'investimento e dell'occupazione.

Anche i canali finanziari potrebbero aver assunto un ruolo più influente. I tassi d'interesse a lungo termine tendono a muoversi in stretta sintonia. È inoltre aumentata nel tempo la correlazione tra i corsi azionari nei maggiori paesi industriali. Ciò potrebbe aver accresciuto la sincronizzazione dei cicli economici in due modi. Poiché i prezzi sui mercati finanziari reagiscono prontamente al mutare delle condizioni macroeconomiche, essi accelerano la trasmissione ad altre economie delle turbative specifiche di un dato paese. In aggiunta, negli ultimi decenni si è assistito a un crescente ricorso al finanziamento sui mercati dei capitali. È vero che le strutture finanziarie e gli assetti di bilancio presentano tuttora notevoli differenze nazionali e che l'influsso dei mercati dei capitali è tradizionalmente maggiore nei paesi

Canale finanziario

Quote del commercio estero ¹				
	1981-1990	1991-2000	2000	2001
	in percentuale del PIL			
Stati Uniti	9,3	11,4	13,0	11,9
Area dell'euro ²	14,8	15,0	19,3	19,3
Giappone	11,3	9,1	10,0	10,1
Regno Unito	26,1	27,1	29,0	28,2
Canada	26,0	35,1	42,9	40,7
Australia	16,5	19,6	22,4	22,2
Svezia	32,2	35,7	44,5	43,5
Svizzera	35,8	36,1	44,0	44,2

¹ Media delle esportazioni e importazioni di beni e servizi. ² Escluso il commercio estero intra-area.

Fonti: BCE; OCSE; statistiche nazionali. Tabella II.2

Comunanza di shock temporanei e forse reversibili nel 2001

anglofoni che non nell'area dell'euro o in Giappone. Nondimeno, le variazioni di grandezze finanziarie sempre più correlate sono destinate ad avere effetti più forti e più sincroni sulla domanda interna rispetto al passato.

Nonostante queste tendenze di lungo periodo, il grado di sincronismo economico di fondo potrebbe essere minore di quanto gli andamenti del 2001 lascerebbero supporre. Anzitutto, durante il recente rallentamento congiunturale hanno agito vari fattori comuni di natura transitoria e forse reversibile. Il rincaro del petrolio nel 1999 e nel 2000 (tabella II.3) ha innalzato i prezzi all'importazione e depresso i profitti societari, frenando sia i consumi privati sia la spesa delle imprese. Inoltre, nella maggior parte delle economie le politiche monetarie sono state inasprite in quel biennio. Ma forse l'evento più importante è stato lo scoppio della bolla delle azioni tecnologiche, che ha causato un drammatico e simultaneo deterioramento dei mercati finanziari globali. Il conseguente netto calo negli investimenti fissi e nelle scorte (componenti della domanda a intensità commerciale relativamente elevata) ha amplificato l'importanza del canale dell'interscambio. Infine, gli attacchi terroristici dell'11 settembre hanno gravemente scosso la fiducia in tutti i paesi.

Ritorno alla situazione degli anni settanta e ottanta?

In secondo luogo, se è vero che la recente flessione ciclica appare più sincrona in confronto alla recessione dei primi anni novanta, va però detto che quest'ultima aveva avuto una dinamica piuttosto inconsueta. Il prodotto era diminuito negli Stati Uniti e negli altri principali paesi anglofoni nel 1991, ma solo due anni dopo nell'Europa continentale e in Giappone. L'assenza di sincronismo agli inizi degli anni novanta è principalmente riconducibile a perturbazioni ed eventi specifici di singoli paesi, in particolare la riunificazione tedesca e l'esaurirsi della bolla speculativa dei prezzi delle attività in Giappone. Quest'ultimo evento ha altresì causato persistenti problemi di bilancio, che hanno pesato sull'attività economica per tutto il decennio. La conseguente dissociazione di questo paese dal ciclo produttivo di altre economie industriali è stata accentuata dalla crisi asiatica del 1997-98. In quest'ottica, il sincronismo osservato lo scorso anno potrebbe semplicemente rispecchiare un ritorno alla situazione prevalente negli anni settanta e ottanta.

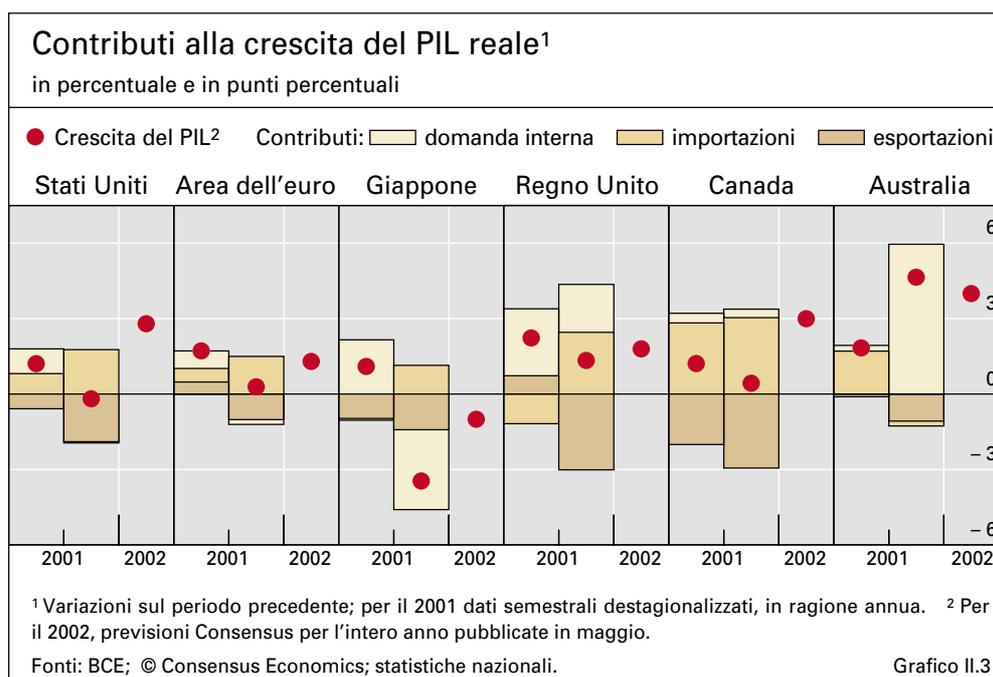
Interscambio mondiale e prezzi ¹					
	1991-2000	1999	2000	2001	2002 ²
	variazioni percentuali annue				
Volumi dell'interscambio	7,3	5,6	12,8	-0,7	2,6
Prezzi dell'interscambio (in dollari USA)	-0,8	-2,0	0,3	-3,5	-1,5
Manufatti	-0,9	-1,9	-5,1	-2,4	-0,5
Petrolio	2,1	37,5	57,0	-14,0	-5,3
Altre merci	-0,9	-7,0	1,8	-5,5	-0,1
Ragioni di scambio					
Economie avanzate ³	0,2	0,1	-2,5	0,4	0,6
Paesi in via di sviluppo	-0,0	4,5	7,4	-3,0	-1,6

¹ Soltanto beni. ² Previsioni FMI. ³ Economie industriali avanzate più economie asiatiche di recente industrializzazione (Corea, Hong Kong SAR, Singapore e Taiwan, Cina).
Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella II.3

In terzo luogo, la sincronizzazione dei cicli economici nel 2001 non andrebbe sopravvalutata. Anche se la crescita ha subito contraccolpi ovunque, gli andamenti macroeconomici nei principali paesi hanno mostrato profili diversi a seconda dell'influsso di specifici fattori nazionali. Al di fuori degli Stati Uniti il quadro più favorevole è riscontrabile negli altri paesi anglofoni, persino in quelli più strettamente legati all'economia statunitense (in particolare il Canada). Il Regno Unito ha registrato nel 2001 tassi di crescita superiori a quelli di tutti gli altri membri del G7, sebbene il prodotto si sia indebolito verso la fine dell'anno. Tale performance è principalmente da ascrivere alla vivacità dei consumi abbinata a una forte espansione degli investimenti pubblici. L'economia australiana, nonostante i suoi legami commerciali con il Giappone e l'Est asiatico, è cresciuta del 2½% grazie a una vigorosa domanda interna, a un tasso di cambio competitivo e ai favorevoli effetti dal lato dell'offerta derivanti da molti anni di deregolamentazione economica (grafico II.3).

Altre regioni hanno risentito del rallentamento mondiale più di quanto inizialmente previsto. Il Giappone, già in fase di ristagno quando l'economia USA era in forte crescita, è stato il solo paese industriale avanzato in cui il PIL abbia avuto un calo assoluto nel 2001. La caduta delle esportazioni ha aggravato la recessione dell'economia interna, su cui pesavano già le difficoltà del settore bancario, la fragilità dei bilanci societari e le aspettative deflazionistiche. Nell'area dell'euro l'attività è rallentata sensibilmente nel corso dell'anno. Nel secondo semestre il PIL è addirittura diminuito in Germania, dove la domanda interna è stata frenata da una massiccia correzione delle scorte e dalla contrazione degli investimenti. L'attività ha subito una significativa decelerazione anche in Italia, di riflesso a una debole domanda interna. Fra i restanti paesi europei è da segnalare il marcato rallentamento del PIL di Svezia, in presenza di consumi stagnanti, e Svizzera, dove le esportazioni sono state penalizzate oltre che dalla minore crescita mondiale, anche dall'apprezzamento del franco.



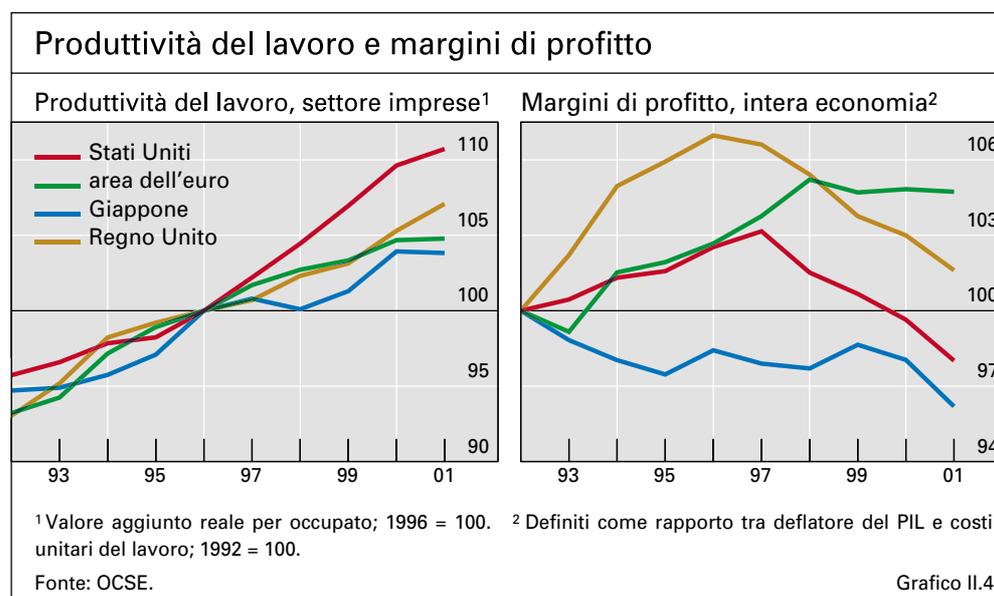
In sintesi, sembra che il rallentamento sincrono nel 2001 abbia rispecchiato soprattutto gli effetti di shock comuni, accentuati dall'elevata intensità commerciale delle componenti della domanda più colpite. Sotto questo aspetto esso è stato simile alle recessioni dei primi anni settanta e ottanta. La principale implicazione è che la ripresa mondiale, verosimilmente in atto dagli inizi del 2002, potrebbe non palesare lo stesso grado di sincronismo (si veda oltre).

Ruolo dei settori societario e manifatturiero nella fase contrattiva

Sviluppi contrastanti nei settori imprese e famiglie

Oltre all'elevato sincronismo mondiale, un secondo aspetto del rallentamento dello scorso anno è il contrasto tra gli andamenti dei settori imprese e famiglie. Ciò si è tradotto in marcate differenze nella performance dei comparti orientati al mercato interno e a quello estero, specie nei paesi che negli ultimi anni avevano registrato un forte apprezzamento del cambio. Ad esempio, la produzione manifatturiera è diminuita drasticamente negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre l'edilizia – residenziale e pubblica – e il terziario hanno resistito relativamente bene al deterioramento del ciclo.

Il rallentamento mondiale è stato soprattutto dovuto al brusco calo della produzione manifatturiera, specie di prodotti ad alta tecnologia. Un fattore chiave va individuato nella forte e rapida correzione verso il basso degli investimenti delle imprese in risposta ai profitti calanti. Sebbene le aziende abbiano per lo più beneficiato di bassi tassi d'interesse e di una vigorosa espansione del prodotto nello scorso decennio, i loro profitti hanno subito crescenti erosioni negli ultimi anni. Negli Stati Uniti i margini di profitto sono andati diminuendo dal 1997, poiché quasi tutti i guadagni di produttività sono stati assorbiti dalla remunerazione del lavoro. Compresi dall'aumento dei prezzi del petrolio e da un precedente inasprimento delle condizioni creditizie in taluni settori, i margini si sono ridotti ulteriormente nel periodo immediatamente precedente la svolta recessiva (grafico II.4). Il deterioramento, evidente anche in alcuni altri maggiori paesi industriali, è stato amplificato da un eccesso di capacità accumulatosi in diversi settori, che ha alimentato pressioni deflazionistiche e limitato il potere di fissazione dei prezzi delle imprese.



La produzione industriale è diminuita anche a causa di una cospicua correzione delle giacenze, specie negli Stati Uniti. In Giappone, per contro, la quota delle scorte sulle vendite è rimasta elevata nonostante il forte calo della produzione industriale, scesa a fine 2001 al minimo storico degli ultimi 14 anni. Come già detto, un altro importante evento di portata globale sono stati gli attacchi terroristici dell'11 settembre, che hanno non solo perturbato la produzione a livello aziendale, ma anche scosso la fiducia su scala mondiale, accentuando il rallentamento del commercio internazionale.

La spesa delle imprese è stata inoltre raffrenata dall'evoluzione dei prezzi delle attività e dalle mutate condizioni creditizie, in quanto le imprese hanno cercato di rafforzare i flussi di cassa e di ridurre il proprio fabbisogno di finanziamento attraverso tagli alla spesa. Anzitutto, gli utili di bilancio delle società hanno risentito di ingenti rettifiche di valore a fronte di costose acquisizioni precedenti. Secondo, con la forte correzione al ribasso delle prospettive di profitto a breve termine, molte società hanno dovuto anche fronteggiare imprevisti squilibri di tesoreria, in un contesto di debole attività e di ridotto accesso ad alcuni mercati del credito. Terzo, mentre la forza del cambio ha acuito i problemi dei settori manifatturieri statunitense e britannico, la spesa delle imprese nell'area dell'euro è stata condizionata negativamente soprattutto dall'eccesso di capacità produttiva e da una significativa correzione delle quotazioni azionarie nel settore delle telecomunicazioni.

Negli ultimi 18 mesi si è inoltre osservato un marcato spostamento nei flussi di finanziamento all'interno del settore societario. I mutuatari primari hanno beneficiato dell'allentamento monetario e di un maggior ricorso all'investimento obbligazionario. Le loro emissioni di titoli di debito si sono mantenute a livelli elevati, specie negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Con l'accentuarsi del rallentamento gli investitori sono divenuti ancor più selettivi, e gli spreads sui titoli societari di qualità non bancaria si sono ampliati, annullando in parte l'effetto incentivante del calo dei tassi a breve. Come analizzato nel Capitolo VI, l'affidabilità creditizia di diverse categorie di prenditori societari si è deteriorata allorché la più debole crescita economica ha depresso i profitti, provocando un aumento dei fallimenti. Particolare rilevanza hanno assunto i rischi a livello di settore specifico, soprattutto dopo gli eventi di settembre, e l'accesso al credito si è ridotto drasticamente per taluni comparti e imprese. Questi timori per la qualità creditizia si sono tradotti anche in un irrigidimento delle politiche di fido delle banche e in una rarefazione del mercato della commercial paper negli Stati Uniti. In Giappone la contrazione del credito può essere in gran parte attribuita alla debole domanda. Al tempo stesso, il crescente stock delle sofferenze in periodo di deflazione e l'aumento dei fallimenti hanno diminuito la capacità e la volontà delle istituzioni finanziarie di erogare nuovi prestiti, specie alle piccole e medie imprese.

Condizioni creditizie, effetti di ricchezza e spesa delle famiglie

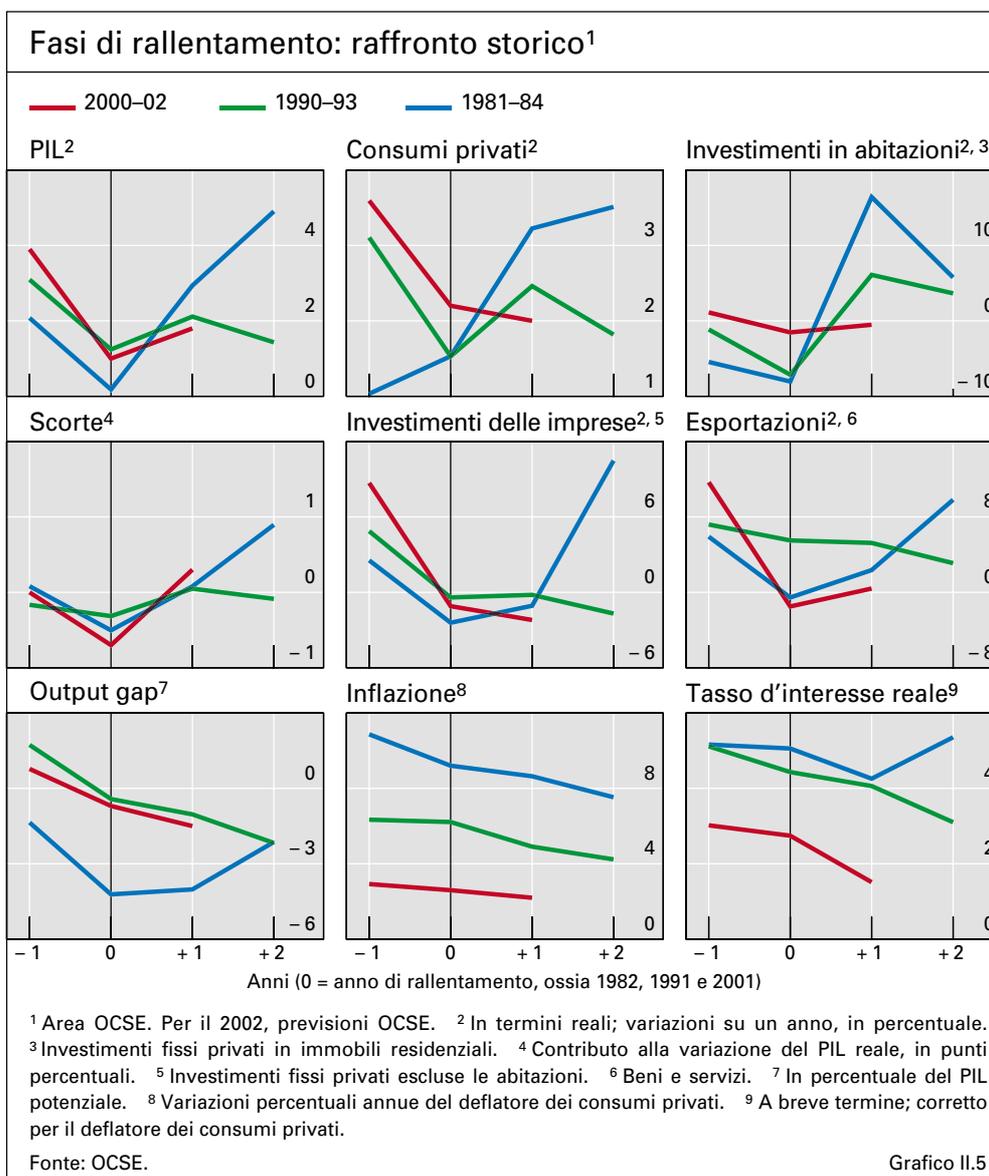
In netto contrasto con gli andamenti nel settore societario, la spesa delle famiglie ha mostrato una buona tenuta nella maggior parte dei paesi, malgrado gli alti livelli di indebitamento, il calo dei corsi azionari e i crescenti

Le imprese hanno dovuto ridurre i loro fabbisogni di finanziamento

Più difficile accesso al credito per le imprese salvo che per i mutuatari primari

timori circa le prospettive occupazionali. I consumi privati sono rimasti sostenuti nel Regno Unito, e sono persino aumentati in Australia. Negli Stati Uniti, l'aumento dei licenziamenti ha pesato sul reddito delle famiglie, ma le vendite al dettaglio hanno retto sorprendentemente bene. Nell'area dell'euro la spesa delle famiglie si è nel complesso indebolita, pur rimanendo robusta in diversi paesi, specie in Spagna e Francia. In Giappone i consumi privati sono leggermente cresciuti lo scorso anno.

Anche il settore delle costruzioni ha mostrato un andamento atipico. A differenza della Germania, dove l'attività ha continuato a calare dopo il boom seguito alla riunificazione, e del Giappone, che ha ridotto di recente gli stanziamenti per opere pubbliche, le costruzioni sono state sorrette dalla spesa statale, in particolare negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito. Inoltre, in molti paesi l'edilizia residenziale è stata incoraggiata dai crescenti prezzi delle abitazioni. Questa dinamica è inconsueta, in quanto nelle passate fasi recessive gli investimenti residenziali avevano avuto la tendenza a diminuire nettamente in risposta ai più alti tassi d'interesse (grafico II.5).



Fra le ragioni che spiegano la buona tenuta della spesa delle famiglie vi sono i più bassi tassi a lungo termine e il dinamismo dei mercati ipotecari. Negli Stati Uniti il tasso medio sui mutui delle famiglie è sceso di 2 punti percentuali nel 2001. Questi effetti sono stati amplificati dal credito a basso costo offerto dalle case automobilistiche USA, che ha contribuito a sostenere i consumi verso la fine dell'anno. Anche negli altri paesi anglofoni le famiglie hanno beneficiato di una forte espansione del finanziamento ipotecario. I perduranti effetti dei precedenti incrementi di prezzo delle attività possono aver rappresentato un ulteriore fattore di sostegno. Il rapporto tra ricchezza netta e reddito delle famiglie è cresciuto notevolmente nel corso degli anni novanta, di oltre 100 punti percentuali negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Italia. Tale miglioramento va in gran parte attribuito alla dinamica ascendente dei prezzi delle attività finanziarie. I conseguenti "effetti ricchezza" sembrano aver sorretto la spesa per consumi durante lo scorso decennio, determinando un calo pressoché generalizzato nei saggi di risparmio delle famiglie (particolarmente pronunciato nei principali paesi di lingua inglese). La sola e importante eccezione è il Giappone, dove la ricchezza netta delle famiglie è addirittura diminuita dal 1990, in quanto i prezzi sia delle azioni sia dei terreni sono scesi drasticamente da livelli fortemente inflazionati.

Buona tenuta della spesa delle famiglie

Sebbene i corsi azionari abbiano cominciato a flettere agli inizi del 2000, e il declino sia proseguito nel 2001, i consumi privati sono rimasti inaspettatamente sostenuti nell'area OCSE. Essi sono di fatto aumentati di oltre il 2% lo scorso anno, rispetto a una crescita del prodotto di appena l'1%. Ancor più sorprendente è il fatto che la spesa delle famiglie abbia retto bene persino nei paesi in cui si riteneva che gli effetti frenanti del calo delle quotazioni azionarie sarebbero stati maggiori, come ad esempio negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito. Una possibile spiegazione può essere la netta ascesa dei valori immobiliari dalla metà degli anni novanta, che non ha dato segni di cedimento nel 2001. In effetti, negli ultimi cinque anni i prezzi degli immobili residenziali sono cresciuti a un tasso annuo di circa il 10% in termini reali nel Regno Unito, in Irlanda, nei Paesi Bassi e in alcuni paesi nordici, e di quasi il 5% nella maggior parte degli altri paesi industriali (Capitolo VII). Le principali eccezioni sono state il Giappone e la Germania, dove i prezzi reali delle abitazioni sono diminuiti, nonché la Svizzera e il Canada, dove sono rimasti sostanzialmente stabili negli ultimi anni.

Calo delle quotazioni azionarie ...

... ma netto aumento dei valori immobiliari

Una questione aperta è in che misura la spesa per consumi possa essere sorretta da un aumento nel valore nominale della ricchezza immobiliare, dato che lo stock fisico di abitazioni varia solo lentamente. Da un lato gli effetti di ricchezza sono positivi, dall'altro gli affitti tendono ad aumentare parallelamente ai prezzi degli alloggi. Mentre i proprietari potrebbero risparmiare di meno allorché aumentano i prezzi, i locatari devono risparmiare di più se desiderano acquistare una casa. Per giunta, le attività materiali sono generalmente meno liquide di quelle finanziarie, e le plusvalenze più incerte (data la maggiore dispersione delle informazioni sui prezzi degli immobili) e più difficili da realizzare. Quale che sia l'impatto sui consumi del rincaro delle abitazioni, esso dovrebbe variare a seconda dell'incidenza della ricchezza immobiliare delle famiglie.

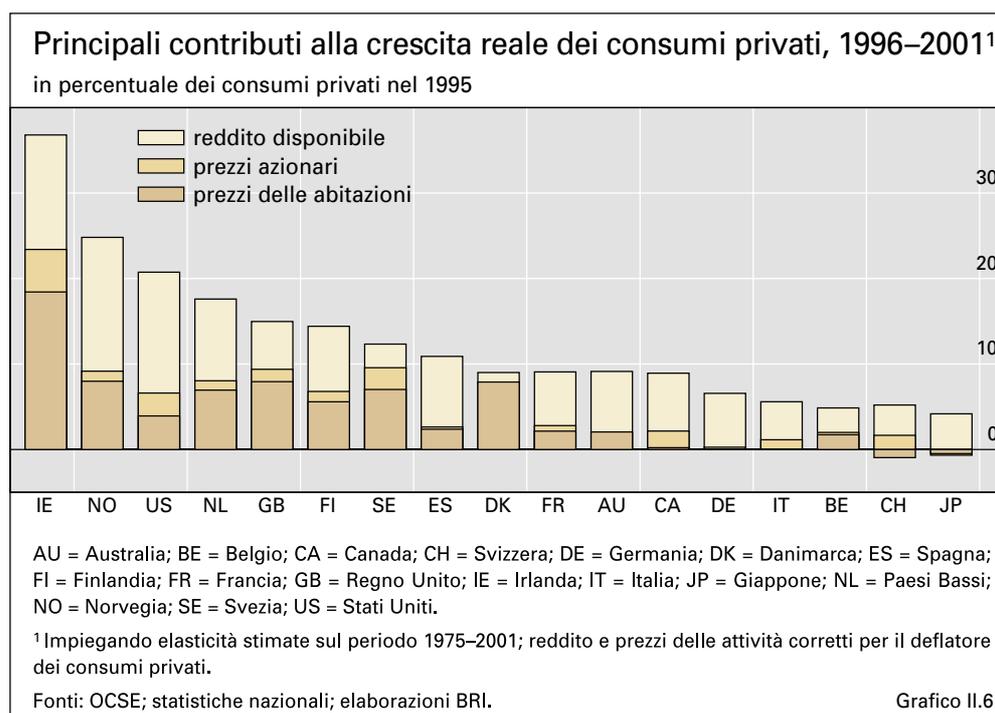
I più alti prezzi delle abitazioni influiscono sui consumi?

Gli effetti di bilancio potrebbero essere importanti ...

Nondimeno, gli effetti di bilancio potrebbero ancora costituire un importante canale di trasmissione degli impulsi dai prezzi delle abitazioni ai consumi. Un'ascesa dei prezzi immobiliari innalza il valore delle attività reali rispetto alle passività dei proprietari di case. Nel 2001 le vendite annue di case sono state particolarmente ingenti negli Stati Uniti, consentendo a molte famiglie di realizzare plusvalenze. Tuttavia, nelle odierne economie la compravendita non è l'unico modo per sfruttare l'incremento di valore degli immobili. Poiché le famiglie possono ora mutuare fondi a fronte di plusvalenze non realizzate – ossia senza vendere la casa –, le attività materiali sono diventate molto più liquide. È quindi possibile modulare meglio la distribuzione intertemporale dei consumi. La più efficiente offerta di credito ipotecario negli ultimi decenni potrebbe senz'altro aver rafforzato questo canale.

... come mostra l'evidenza empirica

A livello empirico, vi sono chiare indicazioni che un incremento della ricchezza, sia finanziaria sia non finanziaria, produce un effetto positivo rilevante sulla spesa per consumi. L'impennata dei prezzi delle abitazioni pare effettivamente aver dato un forte impulso ai consumi privati nei principali paesi anglofoni, nei Paesi Bassi e nelle economie nordiche (grafico II.6). Paradossalmente, ciò sembra valere più per i paesi in cui la ricchezza immobiliare delle famiglie è meno importante di quella finanziaria. Una possibile spiegazione è che la "finanziarizzazione" dei bilanci delle famiglie stesse (vale a dire, la capacità di smobilizzare ricchezza immobiliare) si sia sviluppata più nei paesi con sistemi finanziari basati sul mercato che non in quelli in cui viene fatto primario ricorso alle banche. Nel 2001 gli Stati Uniti hanno fornito forse l'esempio più lampante: una rapida ascesa dei prezzi delle abitazioni, abbinata all'aumento dei rifinanziamenti ipotecari, ha ammortizzato in misura notevole gli effetti negativi prodotti dalla discesa dei corsi azionari, dal deterioramento del mercato del lavoro e dall'impatto traumatico degli attentati terroristici dell'11 settembre sul clima di fiducia.



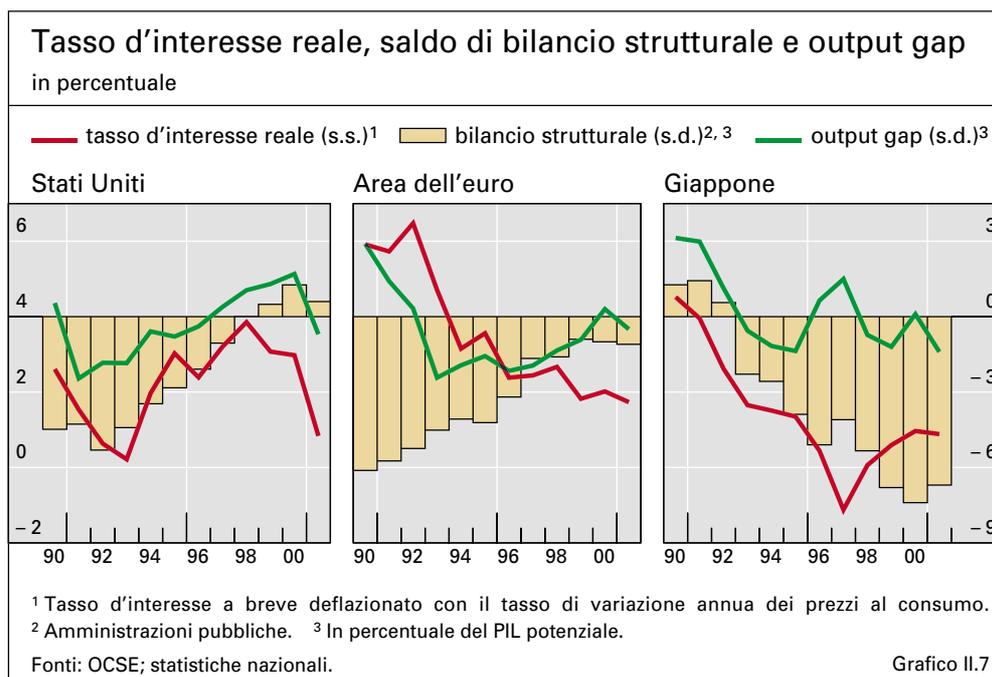
Segnali di miglioramento delle prospettive economiche nel 2002

A partire dalla fine del 2001 il quadro economico globale è migliorato, e una ripresa del commercio mondiale sembra essere in atto. Nell'ultimo trimestre dello scorso anno il prodotto statunitense ha segnato un recupero e ha guadagnato notevole vigore nel trimestre successivo, anche se alcuni indicatori segnalano un certo rallentamento in seguito. Nell'area dell'euro la fiducia delle imprese è migliorata (a indicazione che la ripresa sta decollando), ma i consumi privati hanno ristagnato nei primi mesi del 2002, ostacolati da un aumento significativo dei prezzi e da un'occupazione debole. Le prospettive a breve termine per il Giappone sono rimaste mediocri, sebbene le inchieste condotte presso le imprese e gli ultimi dati sulle esportazioni e sulla produzione industriale indichino che la fase recessiva potrebbe essere giunta a una svolta. Tuttavia, in presenza di salari nominali tuttora in calo, le prospettive per i consumi privati restano poco incoraggianti.

Fattori a sostegno dell'attuale ripresa

L'allentamento monetario e un orientamento più espansivo delle politiche fiscali hanno entrambi concorso a sorreggere la domanda aggregata (grafico II.7). All'intensificarsi del rallentamento nel corso del 2001, i tassi d'interesse a breve termine sono stati considerevolmente abbassati, in particolar modo negli Stati Uniti, dove la Riserva federale ha ridotto in rapida successione i tassi ufficiali a livelli non più osservati dagli anni sessanta. Inoltre, l'orientamento fiscale a livello mondiale si è fatto più espansivo, specie nel Regno Unito, dove la spesa pubblica è stata particolarmente sostenuta. Negli Stati Uniti ingenti sgravi fiscali sono stati introdotti la scorsa estate e la spesa pubblica è andata fortemente crescendo, soprattutto a seguito degli attacchi terroristici. Misure addizionali, anche se di portata minore di quanto previsto in precedenza, sono state adottate agli inizi di quest'anno. L'allentamento della

Politiche di sostegno



politica di bilancio statunitense nel 2002 ammonterà verosimilmente a quasi l'1½% del PIL. Si prevede che anche in Canada, Norvegia e Svezia la politica fiscale fornirà un significativo sostegno alla domanda.

Fattori una tantum hanno sostenuto la ripresa

Oltre a impulsi fiscali temporanei, altri fattori una tantum hanno concorso alla ripresa. Anzitutto, i più bassi corsi petroliferi registrati sino alla fine del 2001 hanno ridotto l'inflazione, contribuendo così a preservare il livello del reddito reale disponibile. Inoltre, il ciclo delle scorte ha fortemente favorito la produzione mondiale all'inizio del 2002, specie nei settori automobilistico e informatico. Nel frattempo, recenti indicatori suggeriscono che la ripresa trainata dagli USA si starebbe espandendo ad altri settori e regioni. Nei primi mesi di quest'anno l'edilizia residenziale si è notevolmente rafforzata negli Stati Uniti, così come negli altri principali paesi anglofoni. Inoltre, poiché si stima che i prodotti ad alta tecnologia abbiano una vita economica relativamente breve, le apparecchiature esistenti potrebbero presto divenire obsolete, rendendo necessario il loro rinnovo. Negli Stati Uniti gli investimenti in impianti e software informatici sono aumentati nel primo trimestre 2002.

Fattori che potrebbero frenare la ripresa

Tra i potenziali vincoli figurano le condizioni sui mercati finanziari ...

D'altra parte, le condizioni sui mercati finanziari potrebbero moderare la ripresa. I rendimenti dei titoli di Stato non hanno rispecchiato l'allentamento monetario dello scorso anno e a partire da ottobre sono stati alquanto reattivi al mutare delle aspettative degli investitori circa la ripresa. I tassi sono saliti verso la fine del 2001, in un contesto di maggiore ottimismo riguardo alle prospettive macroeconomiche generali, di accresciuti timori in merito alla situazione delle finanze pubbliche in alcuni paesi e di attese di un imminente inasprimento monetario (Capitolo IV). Tuttavia, nei mesi di aprile e maggio di quest'anno, allorché gli investitori hanno cominciato a dubitare del vigore della ripresa, i tassi obbligazionari sono diminuiti nuovamente e gli spreads societari si sono leggermente ristretti. Benché ciò possa di per sé favorire la ripresa, la capacità delle imprese di ottenere finanziamenti resta ridotta, data la maggiore cautela degli investitori dopo una serie di importanti fallimenti in vari paesi.

... e i bilanci societari

Dal lato delle imprese, un'importante questione riguarda la rapidità con cui potranno essere ripristinati i profitti. Il rapporto fra profitti e PIL si è mantenuto su livelli relativamente buoni nell'area dell'euro. In Giappone l'ultima indagine *Tankan* mostra che le imprese si attendono per il 2002 un recupero piuttosto veloce degli utili. Negli Stati Uniti il netto calo dei costi unitari del lavoro ha contribuito a una vigorosa ripresa dei profitti negli ultimi trimestri, facendo sperare in una prossima inversione della drastica riduzione subita dalle quote di profitto nel 2001. Tuttavia, un eventuale ritorno a livelli più usuali dei tassi d'interesse farebbe aumentare i costi per il servizio del debito ed eserciterebbe ulteriori pressioni sui margini di profitto, costringendo probabilmente le imprese a proseguire nel riequilibrio dei propri bilanci prima di incrementare gli investimenti. Anche l'eccesso di capacità potrebbe compromettere l'attività di investimento per un protratto periodo di tempo. In effetti, l'attuale debolezza dei prezzi dei semiconduttori evidenzia il persistere di elevati livelli di capacità eccedente nel settore informatico. Per giunta, il tasso

medio di utilizzo degli impianti nell'intero settore manifatturiero nei paesi dell'OCSE rimane decisamente al di sotto del suo livello degli anni novanta. Un'eccezione di rilievo è rappresentata dall'area dell'euro, dove – fatto salvo il settore delle telecomunicazioni – l'eccesso di capacità appare più contenuto.

L'andamento della ripresa potrebbe divergere da un paese all'altro

Il vigore con cui la ripresa si è manifestata all'inizio del 2002 è stato assai diverso nei vari paesi, forse in ragione dell'assenza di gran parte delle forze che erano state all'origine dell'elevato grado di sincronizzazione nella fase recessiva.

In primo luogo, l'indirizzo delle politiche è variato notevolmente. Un aspetto evidente è il grado di allentamento monetario: date le differenze in termini di inflazione e di dinamica del prodotto (Capitolo IV), in Europa i tassi d'interesse a breve sono calati in misura minore che negli Stati Uniti, mentre in Giappone sono rimasti pressoché invariati, in quanto già prossimi allo zero. Anche in materia di politica fiscale sussistono rilevanti disparità: mentre nella maggior parte dei paesi anglofoni questa ha assunto una connotazione chiaramente espansiva, la domanda del settore pubblico nell'area dell'euro è stata maggiormente condizionata dai livelli esistenti di deficit e di debito. Sebbene lo scorso anno sia stato consentito agli stabilizzatori automatici di operare, attenuando l'impatto del rallentamento, nel 2002 l'indirizzo impartito alle politiche fiscali potrebbe diventare leggermente più restrittivo. In Giappone è stato imposto un limite stringente al finanziamento sui mercati obbligazionari e la legge di bilancio adottata per l'esercizio finanziario 2002 prevede una contrazione significativa della spesa, in particolare per quanto riguarda le opere pubbliche.

Velocità diverse della ripresa

Un secondo e forse più importante aspetto è che il tasso di crescita potenziale sembra differire ampiamente tra i maggiori paesi industriali. Data la dimensione relativa degli attuali output gap, ciò potrebbe determinare un recupero ciclico più pronunciato negli Stati Uniti. La produttività del lavoro nel settore delle imprese non agricole USA è rimasta forte durante la fase recessiva, registrando un aumento annuo del 2% fra il 1996 e il 2001 (grafico II.4). Unitamente a un ritmo di crescita potenziale dell'occupazione più rapido che negli altri paesi industriali, ciò comporta un tasso relativamente alto di crescita potenziale del prodotto, che consentirebbe un aumento concomitante degli utili societari e dei salari reali. La performance negli altri principali paesi industriali è stata più debole. In Giappone il tasso medio di crescita del prodotto registrato negli ultimi dieci anni è molto basso e la produttività del lavoro è cresciuta soltanto di $\frac{3}{4}$ di punto percentuale all'anno nell'ultimo quinquennio. Nello stesso periodo essa è aumentata in media dell'1 $\frac{1}{4}$ % all'anno nell'Unione europea, dove la crescita potenziale resta peraltro vincolata da una dinamica stagnante delle forze di lavoro e da rigidità strutturali nei mercati dei prodotti e del lavoro. Nondimeno, la disoccupazione strutturale è stata ridotta in alcuni paesi grazie a incentivi per l'assunzione di lavoratori giovani o non qualificati. La Francia, ad esempio, ha abbassato i contributi previdenziali per la manodopera poco specializzata, mentre altri paesi europei hanno incoraggiato le assunzioni di questi lavoratori accrescendo la flessibilità

Differenti forze economiche sottostanti

dei mercati del lavoro. È possibile che tali misure abbiano temporaneamente un effetto negativo sulla produttività del lavoro, ma nel più lungo periodo esse dovrebbero innalzare la crescita potenziale.

Prospettive a medio termine

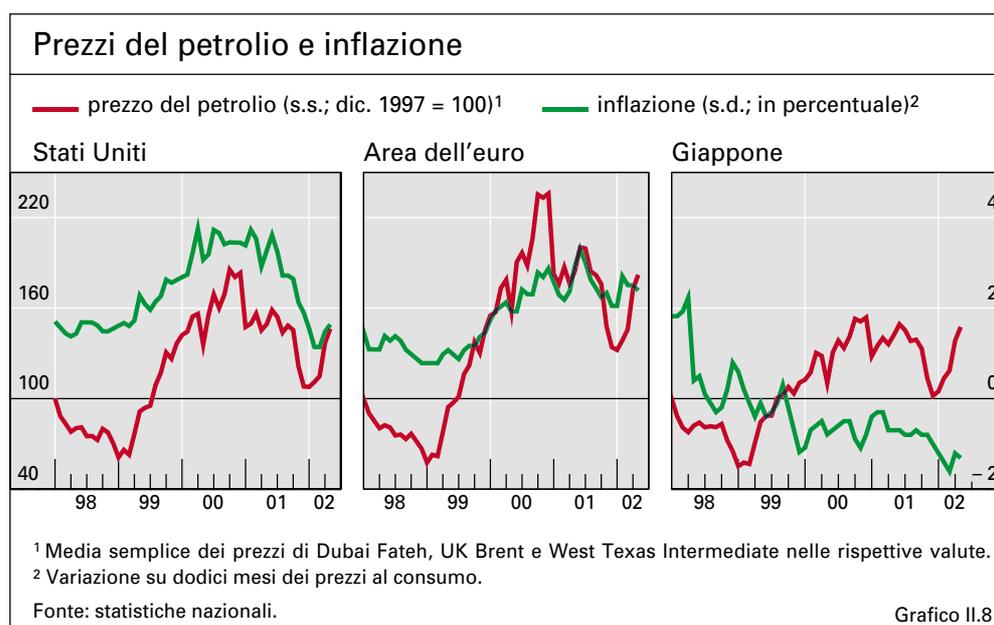
Su un orizzonte temporale che va al di là dei prossimi trimestri, presumibilmente la forza dell'attuale ripresa globale dipenderà in gran parte dalle prospettive inflazionistiche, nonché dai saldi finanziari interni ed esterni.

Prospettive inflazionistiche

Con l'intensificarsi della fase recessiva a livello mondiale nel corso del 2001, le pressioni sui prezzi si sono attenuate nella maggior parte dei paesi. Tuttavia, la decelerazione dell'inflazione generale è stata principalmente dovuta a un calo dei corsi delle materie prime (grafico II.8). L'inflazione di base – cioè al netto dei prezzi degli alimentari e dell'energia – è rimasta comparativamente stabile, ed è anzi salita al di sopra del 2% nell'area dell'euro.

Negli Stati Uniti l'inflazione generale è notevolmente diminuita, da quasi il 4% all'inizio del 2001 all'1% soltanto un anno dopo. La flessione dei prezzi al consumo in Giappone è proseguita, a un ritmo leggermente più sostenuto nella seconda metà del 2001. Nel Regno Unito l'indice generale di aumento dei prezzi è sceso rapidamente, soprattutto a causa della diminuzione dei tassi ipotecari; se si esclude questa componente, l'inflazione è infatti calata in modo meno marcato, situandosi a un livello di poco inferiore all'obiettivo della Banca d'Inghilterra. In Svizzera l'apprezzamento del franco ha spinto l'inflazione vicino allo zero alla fine dello scorso anno. Per contro, nella prima metà del 2001 i prezzi al consumo nell'area dell'euro hanno subito un'impennata dovuta ad aumenti delle imposte indirette (in Germania e nei Paesi Bassi), a incrementi transitori dei prezzi dei prodotti alimentari e all'impatto ritardato dei più elevati corsi petroliferi e della diminuzione del tasso di cambio. L'inflazione è

Si prevede che l'inflazione globale resti moderata ...



però scesa nella seconda metà dell'anno, rimanendo comunque leggermente al disopra dell'obiettivo dichiarato dell'Eurosistema.

Si prevede che nel 2002 l'inflazione globale si mantenga su livelli modesti, soprattutto per effetto delle attuali condizioni distese sui mercati del lavoro. Ovunque, il potere di fissazione dei prezzi delle imprese rimane ostacolato da livelli ancora elevati di capacità in eccesso e dalla sempre più intensa concorrenza sui mercati internazionali. Tuttavia, permangono alcuni rischi di inflazione. Nei paesi europei con mercati del lavoro rigidi i lavoratori dipendenti potrebbero reagire alle migliorate prospettive di crescita cercando di ottenere incrementi salariali. L'impatto potenziale sarebbe maggiore nel caso in cui i sindacati tentassero anche di recuperare le passate perdite in termini di retribuzioni reali. Inoltre, i prezzi dell'energia sono recentemente aumentati e potrebbero salire ancora in un clima di instabilità politica. I principali produttori di petrolio si sono impegnati ad aggiustare l'offerta al fine di mantenere prezzi stabili, ma non è certo che ciò basti a impedire un pronunciato movimento al rialzo dei corsi. Altre potenziali pressioni inflazionistiche potrebbero interessare i paesi in cui esiste il pericolo di un brusco deprezzamento del cambio o vi è stato un forte rincaro delle abitazioni.

Fortunatamente, il rischio che tali pressioni inflazionistiche possano pregiudicare la stabilità dei prezzi nel medio termine sembra essere stato mitigato dai recenti cambiamenti nella dinamica dei prezzi. Vi sono infatti indicazioni secondo cui, in seguito alla spettacolare diminuzione che ha interessato sia il livello dell'inflazione che la sua volatilità negli anni novanta (tabella II.4), le aspettative inflazionistiche sarebbero meglio ancorate. Più specificatamente, nel nuovo contesto di inflazione bassa e stabile gli operatori economici sembrano diventati più lungimiranti e paiono impostare le proprie aspettative più sulla politica monetaria che sui passati tassi di incremento

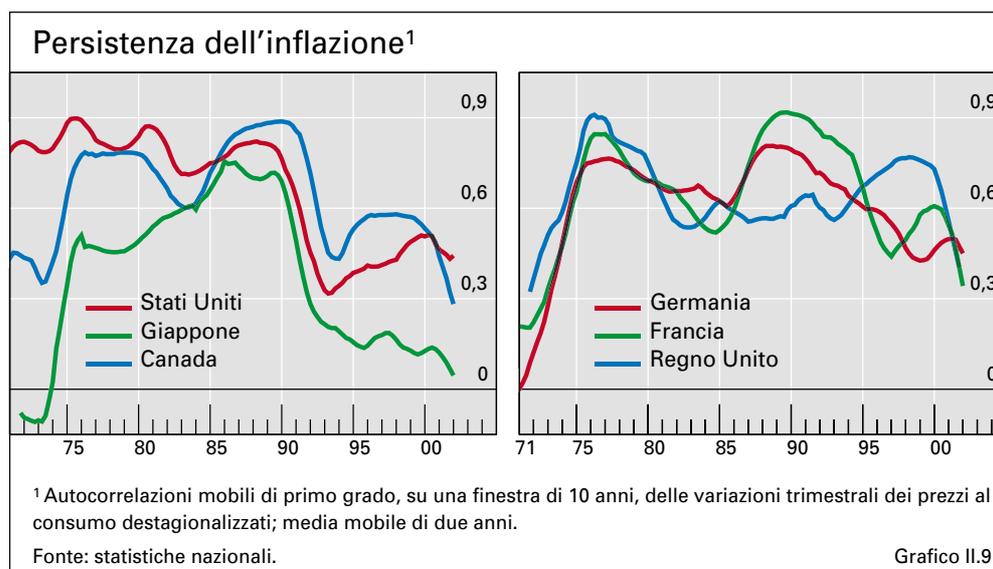
... a causa di fattori di lungo periodo, nonostante i rischi a breve termine

Migliore ancoraggio delle aspettative inflazionistiche

Principali aspetti dell'inflazione nelle economie industriali avanzate ¹					
	Periodo	Media	Dispersione ²	Variazionalità ³	Persistenza ⁴
Stati Uniti	1970-1989	6,3	3,2	0,5	0,8
	1990-2001	3,0	1,0	0,4	0,6
Paesi europei ⁵	1970-1989	8,3	4,1	0,5	0,8
	1990-2001	3,1	1,6	0,5	0,6
Giappone	1970-1989	5,8	5,4	0,9	0,7
	1990-2001	0,9	1,4	1,6	0,3
Canada	1970-1989	6,9	3,1	0,4	0,8
	1990-2001	2,3	1,6	0,7	0,4
Australia	1970-1989	9,1	3,4	0,4	0,5
	1990-2001	2,8	2,2	0,8	0,2
Economie industriali avanzate ⁵	1970-1989	7,1	3,9	0,6	0,8
	1990-2001	2,7	1,4	0,6	0,5

¹ Elaborazioni basate sulle variazioni percentuali annue di indici trimestrali dei prezzi al consumo destagionalizzati (per la persistenza a breve termine, variazioni su un trimestre). ² Misurata dallo scarto quadratico. ³ Rapporto tra scarto quadratico e media aritmetica. ⁴ Coefficiente di autocorrelazione di primo grado delle variazioni trimestrali; i valori più bassi per gli anni novanta indicano che la persistenza a breve termine è diminuita. ⁵ Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 1995.

Fonte: statistiche nazionali. Tabella II.4



dei prezzi (Capitolo IV). In particolare, la persistenza nel breve periodo delle variazioni dell'inflazione è notevolmente diminuita nell'ultimo decennio (grafico II.9). Questo mutamento, che è stato evidente soprattutto in molti paesi con obiettivi espliciti di inflazione, implica che l'andamento della passata inflazione ha perso di importanza come determinante di quella attuale.

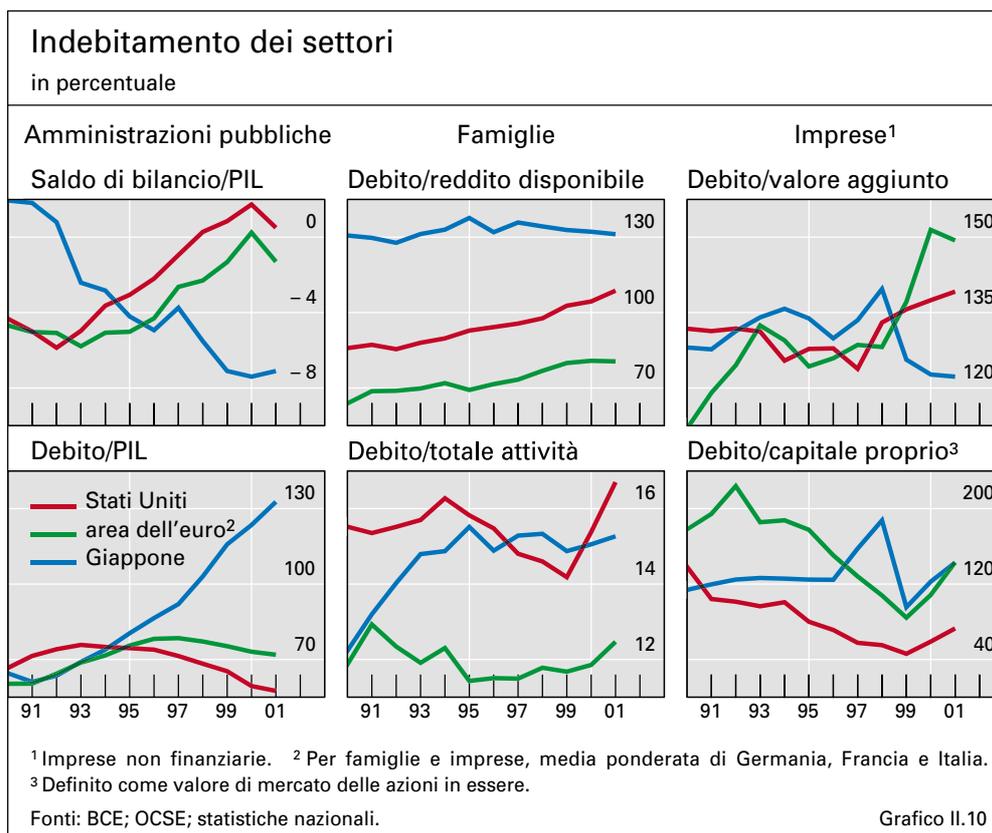
Squilibri interni

Il livello di indebitamento è un secondo fattore che potrebbe condizionare la sostenibilità della ripresa a medio termine. Negli anni novanta il debito del settore privato è nettamente aumentato e lo scorso anno i bilanci delle imprese e delle famiglie non sono migliorati tanto quanto nelle precedenti fasi recessive. Questo aspetto ha richiamato l'attenzione di molti osservatori. La questione che si pone è se gli elevati livelli di debito richiederanno un riequilibrio più di fondo dei bilanci, comportando quindi a un certo punto un drastico taglio alla spesa. La risposta non è facile, non foss'altro perché dai vari indicatori si possono trarre conclusioni differenti (grafico II.10).

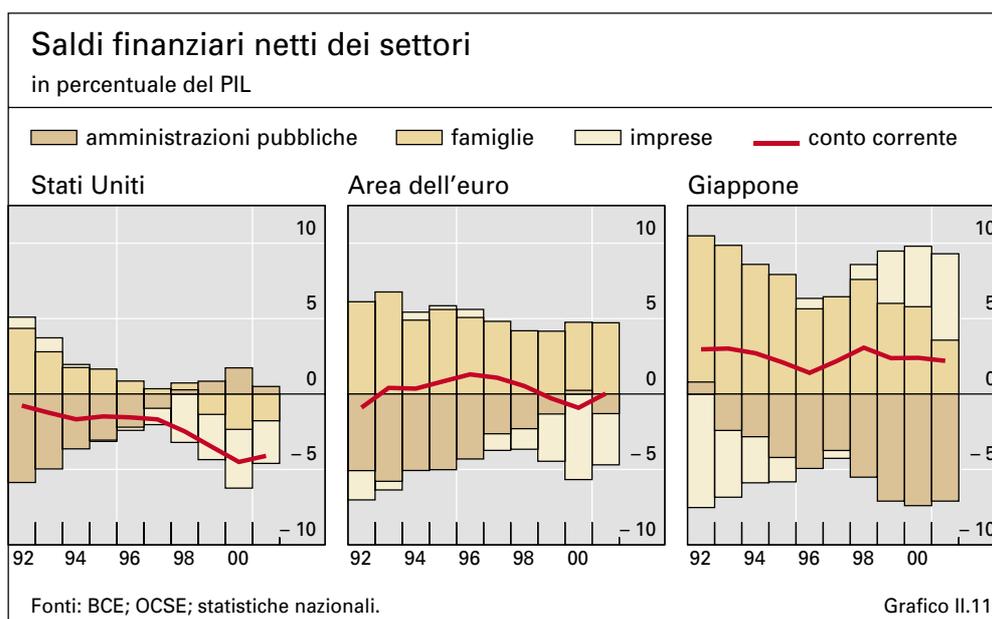
Esaminando in primo luogo il risparmio netto (ovvero la differenza tra risparmio e investimenti), si può notare che quello delle famiglie nella maggior parte dei paesi ha subito negli anni novanta una considerevole flessione (grafico II.11). L'eccedenza si è fortemente ridotta in Giappone e si è trasformata in deficit negli Stati Uniti. In quest'ultimo paese vi ha contribuito il fatto che il calo dei tassi d'interesse nominali e i forti guadagni di ricchezza hanno indotto le famiglie a finanziare l'accresciuta spesa attraverso un maggiore indebitamento. A tale riguardo, gli sviluppi sui mercati ipotecari sono stati particolarmente importanti, in quanto non solo hanno allentato i vincoli di liquidità, ma hanno altresì permesso alle famiglie di contenere l'aumento dei costi per il servizio del debito. Nel 2001, ad esempio, il settore ha di fatto migliorato il proprio saldo finanziario e diminuito gli esborsi per interessi, sostituendo con prestiti ipotecari altre forme di debito.

In Giappone, le imprese non finanziarie hanno ridotto la spesa per investimenti e usato una crescente eccedenza di risparmio per estinguere in

Notevole flessione del risparmio netto delle famiglie



misura sostanziale le ampie passività accumulate in passato. Per contro, nell'area dell'euro si è osservato un aumento del risparmio negativo delle imprese, dovuto in parte tuttavia a incentivi fiscali a favore di una riduzione degli utili non reinvestiti. Il disavanzo finanziario delle imprese statunitensi, che si era dilatato durante gli anni novanta, si è invece ridotto lo scorso anno, in quanto le società hanno ridimensionato la spesa per investimenti e le scorte. Di conseguenza, il rapporto tra interessi passivi e cash flow è oggi assai più basso che alla vigilia della recessione degli anni 1990-91.



I livelli del debito privato sono elevati ...

Per quanto riguarda le misure del debito, a partire dalla metà degli anni novanta gli indici di indebitamento lordo delle famiglie e delle imprese sono generalmente saliti nelle economie industriali avanzate. In entrambi i casi essi sono oggi superiori a quelli solitamente osservati all'inizio di una fase espansiva. Nei paesi del G7 le passività in essere rappresentano più del 100% del reddito disponibile delle famiglie, il che equivale a un aumento di oltre dieci punti percentuali rispetto al precedente rallentamento economico. Negli stessi paesi il rapporto fra il debito delle imprese non finanziarie e il PIL ha raggiunto quasi il 90% nel 2001, contro circa l'80% di dieci anni fa. Particolarmente inquietanti sono i livelli di indebitamento dei settori dell'alta tecnologia e delle telecomunicazioni, dove le imprese si trovano a dover migliorare la propria situazione di bilancio in un contesto di capacità eccedente e prezzi in ribasso.

... benché modesti in relazione ai prezzi attuali delle attività

Eppure il livello di debito appare relativamente modesto se si tiene conto del valore delle attività detenute. L'ascesa dei prezzi delle attività durante tutti gli anni novanta ha infatti accresciuto nella maggior parte dei paesi del G7 la ricchezza netta delle famiglie. Il debito equivale ora soltanto al 15% della ricchezza lorda del settore, un livello che si avvicina a quello registrato all'inizio degli anni novanta. Anche il rapporto debito/capitale proprio delle imprese è diminuito nell'ultimo decennio. Tuttavia, tale indice è aumentato in Giappone nel 2001, poiché la caduta dei prezzi azionari ha più che controbilanciato i massicci rimborsi di passività.

Il fatto che non vi sia alcuna chiara indicazione che gli attuali livelli di indebitamento siano "insostenibili" non significa che gli assetti finanziari non possano mettere a repentaglio le prospettive di crescita futura. In primo luogo, buona parte del miglioramento dei cash flow aziendali osservato nel 2001 origina da aggiustamenti delle scorte e riduzioni degli investimenti. I flussi finanziari potrebbero tuttavia nuovamente peggiorare una volta terminata la correzione delle giacenze o nel caso in cui la ripresa degli investimenti preceda quella dei profitti. In secondo luogo, si è assistito in molti settori a un esteso deterioramento della qualità creditizia. I mutuatari pesantemente indebitati del settore europeo delle telecomunicazioni, costretti a raccogliere nuovi fondi per allestire le necessarie infrastrutture, devono sostenere premi di rischio più elevati. In terzo luogo, i livelli attuali dei prezzi di alcune attività – che fanno apparire il debito privato relativamente modesto – potrebbero rivelarsi eccessivi.

Alcuni osservatori temono che i prezzi degli immobili residenziali possano regredire, mentre altri sostengono che il loro recente rialzo non è incoerente con le grandezze fondamentali. Fatto più importante, gli indici prezzo/utili azionari sono rimasti relativamente elevati durante la fase recessiva (Capitolo VI). Qualora le aspettative sugli utili implicite nei corsi azionari fossero disattese, potrebbero innescarsi alcuni aggiustamenti al ribasso; a questo proposito, particolarmente rilevanti sono le prospettive di lungo termine per la produttività, che sembrano essere migliorate principalmente negli Stati Uniti. Per giunta, mercati dei prodotti sempre più competitivi continuano a comprimere i margini di profitto e gran parte dei guadagni di produttività potrebbero inoltre essere assorbiti dal costo del lavoro. Di conseguenza, anche in

presenza di una continua crescita elevata della produttività e di una vigorosa ripresa, potrebbe essere difficile per le imprese statunitensi riportare la loro quota di reddito nazionale ai precedenti massimi del biennio 1996–97.

I recenti sviluppi nel settore pubblico danno anch'essi adito a preoccupazioni. Nonostante i miglioramenti registrati negli Stati Uniti e in Europa, i rapporti fra debito pubblico e PIL sono rimasti elevati, a indicazione che i governi non hanno ancora fatto abbastanza per ripristinare i propri margini di manovra dopo gli eccessi degli anni settanta e ottanta. Ciò è particolarmente grave in quanto nel medio periodo l'invecchiamento della popolazione farà aumentare fortemente l'incidenza del debito. Per di più, durante la recente fase recessiva è stato permesso un allentamento delle politiche fiscali, e ciò implica che una loro inversione si renderà necessaria in futuro. Negli Stati Uniti le eccedenze di bilancio sono rapidamente scomparse in seguito al rallentamento economico e all'introduzione di ingenti sgravi fiscali. Anche le prospettive di bilancio a lungo termine si sono deteriorate e potrebbero ulteriormente peggiorare alla luce degli avvenimenti dell'11 settembre. È infatti attualmente previsto un nuovo incremento della spesa militare, il cui calo era stato uno dei principali fattori all'origine del rafforzamento della posizione fiscale statunitense negli ultimi dieci anni.

Nell'area dell'euro il bilancio aggregato delle amministrazioni pubbliche è stato in disavanzo nel 2001, pur con un livello di prodotto prossimo al potenziale. In alcuni dei paesi il rapporto deficit/PIL si è avvicinato al tetto del 3%, col rischio di intaccare la fiducia nel Patto di stabilità e crescita. Lo stato delle finanze pubbliche giapponesi è fonte di preoccupazioni particolarmente gravi. In ragione del livello già elevato e ancora in crescita del debito pubblico, le agenzie di rating hanno di recente declassato il merito creditizio del debito sovrano a lungo termine. Inoltre, un ulteriore significativo aumento dei crediti in sofferenza potrebbe indebolire la credibilità delle istituzioni finanziarie e rendere necessaria un'iniezione di fondi pubblici nel settore bancario.

Persistenza degli squilibri esterni

Un ultimo aspetto dalle potenziali conseguenze per i mercati finanziari e per la crescita futura della domanda è la persistenza di ampi squilibri esterni. Il loro ammontare esatto è reso incerto dalla dimensione della discrepanza della bilancia corrente mondiale e dal suo recente ampliamento (tabella II.5). Nondimeno, gli squilibri globali sono rimasti ampi, e vi è persino motivo di credere che essi pongano problemi maggiori che in passato.

L'attenzione si è focalizzata sugli Stati Uniti, che negli ultimi anni hanno svolto il ruolo di locomotiva dell'economia mondiale e il cui deficit di parte corrente ammonta ora a più di \$400 miliardi. Ciò equivale a circa il 4% del PIL del paese e si avvicina all'8% del risparmio totale del resto del mondo. Per di più, la posizione patrimoniale netta sull'estero statunitense è costantemente peggiorata negli ultimi anni, fino a registrare nel 2000 passività nette pari al 22% del PIL (a prezzi di mercato). Questo livello è circa lo stesso del Canada, paese tradizionalmente importatore di capitali, ma si situa ben al di sopra di quello del Regno Unito (8%). Esso si pone inoltre in netto contrasto con la posizione creditoria netta del Giappone (24%) o dei principali paesi dell'area

Problemi inerenti al settore pubblico

Il deficit di parte corrente USA ammonta a circa il 4% del PIL

Saldo delle bilance correnti nelle principali aree						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002 ¹
	in miliardi di dollari USA					
Stati Uniti	-140	-217	-324	-445	-417	-435
Unione europea	107	62	5	-28	29	30
Giappone	97	119	115	119	89	110
Altre economie industriali avanzate	9	-5	8	54	55	47
Economie emergenti dell'Asia	20	115	107	92	99	78
Resto del mondo	-95	-164	-63	45	2	-43
Mondo ²	-2	-90	-152	-163	-143	-213

¹ Previsioni FMI. ² Rispecchia errori, omissioni e asimmetrie nelle statistiche di bilancia dei pagamenti.
Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Tabella II.5

dell'euro (4% in media). Naturalmente, ciò porta a chiedersi se gli investitori mondiali siano disposti a espandere il proprio portafoglio di attività USA di pari passo con l'ampliamento del disavanzo corrente americano. Ciò potrebbe avere delle implicazioni per il tasso di cambio del dollaro (Capitolo V). Tale questione non ha una chiara risposta, dato che gli sviluppi recenti e le valutazioni di più lungo termine forniscono indicazioni contraddittorie.

Un primo aspetto positivo è che, lo scorso anno, il deficit corrente statunitense è diminuito. Rispetto alla recessione dei primi anni novanta, questa diminuzione può apparire esigua. Tuttavia, il raffronto è in parte fuorviante. La variazione registrata tra il 1990 e il 1991 (1½% del PIL) è per lo più attribuibile a trasferimenti speciali connessi alla guerra del Golfo. Inoltre, contrariamente agli inizi degli anni novanta, l'ultimo rallentamento è stato di portata globale. Ciò significa che esportazioni e importazioni sono decelerate a un ritmo sostanzialmente analogo e che il deficit commerciale statunitense è rimasto relativamente ampio.

In secondo luogo, le prospettive dipendono in modo cruciale dalla crescita relativa della produttività. Negli Stati Uniti la produttività tendenziale è aumentata sensibilmente negli ultimi anni, e si prevede che sia la crescita potenziale che il tasso di rendimento del capitale resteranno ben al di sopra di quelli degli altri paesi. Anche se la crescita del prodotto USA potrebbe non essere abbastanza rapida da impedire un ulteriore innalzamento del rapporto debito estero/PIL, il favorevole andamento della produttività, se confermato nel più lungo periodo, fa ritenere che gli Stati Uniti possano conservare la propria attrattiva agli occhi degli investitori esteri. Gli afflussi di capitali a lungo termine potrebbero perciò continuare a finanziare un crescente deficit corrente senza creare indebite pressioni sui tassi di cambio e d'interesse.

In terzo luogo, anche i recenti movimenti di capitale possono essere interpretati come relativamente incoraggianti. Sebbene la recessione abbia avuto inizio negli Stati Uniti e malgrado le turbolenze seguite agli eventi dell'11 settembre, gli afflussi di capitali a lungo termine negli USA hanno continuato a sopravanzare il deficit di parte corrente. Tuttavia, gli afflussi netti di investimenti diretti esteri e di portafoglio azionari sono diminuiti fortemente,

mentre sono aumentati gli acquisti esteri di obbligazioni, segnatamente di quelle emesse da agenzie federali e società private (tabella II.6). Sebbene ciò abbia allentato le pressioni sulla tesoreria delle imprese statunitensi e abbia significativamente contribuito alla buona tenuta del settore dell'edilizia residenziale, il maggiore ricorso al finanziamento obbligazionario a scapito di quello azionario accresce l'onere futuro per il servizio del debito.

Tra gli aspetti più preoccupanti, un primo punto critico è che il risparmio USA non è aumentato durante il boom degli investimenti alla fine degli anni novanta. Infatti, fra il 1998 e il 2001 il rapporto tra risparmio nazionale e PIL è diminuito di quasi 3 punti percentuali, in quanto il netto calo del risparmio delle famiglie ha più che compensato il miglioramento del saldo finanziario pubblico. Tuttavia, a tale risultato può aver concorso anche il fatto che l'investimento in altre principali regioni è rimasto debole in relazione al risparmio. Il disavanzo commerciale USA si è perciò ampliato e rischia di ampliarsi ulteriormente se la crescita dell'economia americana continua a sopravanzare quella dell'Europa e del Giappone.

Un secondo aspetto preoccupante è il costante deterioramento del saldo del reddito da investimenti statunitense. Sebbene lo scorso anno il declino dei tassi d'interesse a livello mondiale abbia alleggerito gli oneri per il servizio del debito, il deficit del conto del reddito si è ampliato per effetto dei minori profitti delle imprese straniere di proprietà statunitense. In passato, il reddito netto da investimenti diretti esteri aveva contribuito positivamente al saldo della bilancia corrente USA. Non è tuttavia certo che questa tendenza continui. Già alla fine del 2000 il valore di mercato dello stock di investimenti diretti esteri americani risultava inferiore a quello delle attività americane detenute da residenti esteri. Per giunta, se la redditività relativa del capitale continuasse a variare in favore degli investimenti negli Stati Uniti, diventerebbe sempre più difficile per le imprese all'estero di proprietà statunitense superare i risultati delle imprese americane di proprietà straniera. Il quadro si presenta altrettanto preoccupante per quanto riguarda i pagamenti netti per interessi. Dato il costante aumento delle passività nette sull'estero, gli Stati Uniti sono

Deterioramento
tendenziale del
commercio e del
saldo del reddito
da investimenti
USA

Bilancia dei pagamenti nelle tre principali aree economiche									
	Stati Uniti			Area dell'euro			Giappone		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
in miliardi di dollari USA									
Conto corrente	-324	-445	-417	-28	-65	1	115	119	89
Beni	-345	-452	-427	59	11	73	122	116	71
Servizi	84	76	79	-4	-5	3	-54	-48	-43
Redditi	-14	-15	-19	-39	-26	-32	58	61	69
Trasferimenti correnti	-49	-54	-50	-44	-45	-43	-11	-10	-8
Conto finanziario	370	485	445	-228	-86	-33	-7	-35	-73
Investimenti diretti	146	135	2	-125	26	-93	-10	-23	-32
Azioni	-2	94	19	-71	-235	126	71	-21	28
Obbligazioni	226	256	424	-32	123	-66	-68	9	-69

Fonti: BCE; statistiche nazionali.

Tabella II.6

Le crescenti passività statunitensi troveranno contropartita negli avanzi correnti del resto del mondo?

in misura crescente esposti alle variazioni dei tassi d'interesse mondiali e all'umore dei mercati finanziari.

Sul più lungo periodo è altresì opportuno chiedersi se le crescenti passività sull'estero statunitensi troveranno facilmente contropartita nell'accumulo di avanzi correnti nel resto del mondo, e se tali avanzi, impliciti nell'equivalenza contabile mondiale, siano coerenti con la probabile evoluzione del risparmio e degli investimenti negli altri paesi. Da questo punto di vista, l'area dell'euro è attualmente pressoché in equilibrio, dato che la modesta eccedenza di risparmio privato controbilancia all'incirca il risparmio negativo del settore pubblico. Secondo le attuali previsioni tale situazione dovrebbe rimanere invariata nel prossimo futuro.

Il Giappone, che è la principale fonte di finanziamento del deficit corrente americano, continua ad avere un ingente avanzo corrente. Ciò è dovuto in ampia misura alla considerevole eccedenza finanziaria del settore societario, che si è ulteriormente ampliata in quanto le imprese hanno accresciuto il risparmio e ridotto gli investimenti in risposta agli insostenibili livelli di indebitamento e all'eccesso di capacità (grafico II.11). Nel medio periodo, tuttavia, trovandosi a uno stadio relativamente avanzato del processo mondiale di invecchiamento della popolazione, il Giappone potrebbe divenire sempre meno attraente come paese di insediamento dell'attività produttiva, e dipendere quindi maggiormente dal reddito proveniente da imprese all'estero di proprietà giapponese e dalle attività finanziarie estere detenute dalle istituzioni nipponiche.

Tra le regioni emergenti attualmente in surplus, le economie in transizione attireranno verosimilmente quote crescenti di investimenti esteri man mano che avranno migliorato il governo dell'economia e ammodernato il loro stock di capitale. È probabile che a un certo punto si configureranno più come prenditori che come datori di fondi. In Medio Oriente la situazione è principalmente influenzata dai corsi petroliferi, ma l'aumento della popolazione in alcuni dei principali paesi produttori di greggio è destinato a pesare sugli avanzi correnti nel lungo periodo. Un ruolo cruciale sarà svolto dall'Asia, che negli ultimi anni è diventata un'importante fonte di finanziamento del deficit statunitense. Come verrà esaminato nel prossimo capitolo, a seguito della crisi del 1997 i tassi di investimento sono fortemente calati e, dato il permanere di elevati saggi di risparmio, la regione ha accumulato ingenti surplus delle partite correnti. Mentre si può ritenere che vi sia stato un eccesso di capacità prima della crisi, nel medio termine è più probabile che si assista a una ripresa degli investimenti piuttosto che a un loro ulteriore declino. Le opportunità di investimento dischiuse dall'adesione della Cina all'OMC non potranno che accelerare tale processo. Se i tassi di risparmio restano elevati e i paesi asiatici continuano a promuovere le esportazioni come principale forza trainante della crescita, la regione potrebbe rimanere un'importante fonte di finanziamento del deficit USA.

Qualora però in Asia venisse assegnato un maggior peso alla domanda interna, ne conseguirebbe un'espansione dell'investimento in attività interne, a scapito di quelle estere, e quindi anche un innalzamento del potenziale di crescita. Analogamente, l'attenuazione delle rigidità strutturali in Europa

potrebbe favorire la spesa per investimenti, nonché la crescita a lungo termine. Una più rapida espansione della domanda interna e più elevati saggi di investimento al di fuori degli Stati Uniti ridurrebbero i flussi netti di capitali verso questo paese e consentirebbero un ridimensionamento graduale del suo disavanzo corrente, senza mettere a rischio la crescita e la stabilità finanziaria mondiali.

III. Gli andamenti nelle economie di mercato emergenti

Aspetti salienti

Nel 2001 in quasi tutte le economie emergenti la crescita è diminuita per effetto della flessione produttiva nei paesi industriali, del connesso calo del commercio mondiale, delle instabili condizioni di finanziamento e dei più bassi prezzi delle materie prime (tabella III.1). Nonostante il diffuso allentamento delle politiche monetarie e fiscali, la sottrazione di domanda dall'estero è stata solo in parte compensata dalla crescita della spesa interna. La flessione è stata marcata nell'America latina, anche a causa delle incertezze associate alla crisi argentina. L'Est asiatico ha risentito del forte calo della domanda mondiale di apparecchiature elettroniche, il Medio Oriente del ribasso dei prezzi del petrolio. La crescita è per contro accelerata in Africa. L'inflazione ha rallentato il passo nella maggior parte delle economie emergenti, ma è aumentata nei paesi le cui monete si sono deprezzate più rapidamente lo scorso anno. In generale sono diminuiti gli squilibri nei pagamenti correnti.

Nel 2001 i flussi di capitali privati verso le economie emergenti sono cresciuti leggermente, pur rimanendo nell'insieme su livelli bassi. L'aumento è dovuto principalmente agli investimenti diretti esteri (IDE), che hanno continuato a dirigersi verso i paesi maggiori. I flussi bancari sono in complesso ulteriormente calati, anche se in vari paesi essi hanno nuovamente segnato un saldo positivo verso la fine dell'anno. Gli investimenti azionari hanno sofferto della diffusa incertezza presente sui mercati finanziari, dei deflussi seguiti alle crisi in Argentina e in Turchia e dello shock mondiale dell'11 settembre. I flussi obbligazionari sono rimasti stabili, sebbene gli investitori abbiano differenziato in misura crescente le economie più solide da quelle in situazione critica.

Nell'ultima parte del 2001 e agli inizi del 2002 gli indicatori dell'attività economica si sono rafforzati in molti paesi emergenti. In particolare, il moltiplicarsi dei segni di una svolta positiva negli Stati Uniti ha indotto a rivedere sensibilmente verso l'alto le previsioni di crescita per i paesi asiatici esportatori di prodotti "high-tech". Anche i prezzi delle materie prime hanno recuperato terreno. In vari paesi dell'America latina, d'altra parte, l'incertezza politica ha destabilizzato i mercati finanziari.

Interdipendenze mondiali e andamenti interni

Il simultaneo rallentamento della crescita nei paesi industriali e nelle economie emergenti durante il 2001, seguito a due anni di concomitante espansione (grafico III.1), ha evidenziato l'importanza dei legami economici e finanziari a livello internazionale. In effetti, la correlazione fra l'andamento del prodotto nei due gruppi di paesi si è in generale accentuata con l'andare del tempo. In

La correlazione dei tassi di crescita si è rafforzata negli ultimi anni

Crescita e saldi delle bilance correnti								
	PIL reale ¹				Saldo della bilancia corrente ²			
	Media 1994-99	2000	2001	2002	Media 1994-99	2000	2001	2002
Asia ³	6,9	6,7	5,0	5,7	1,3	3,4	2,4	2,0
Cina	9,4	8,0	7,3	7,3	2,1	1,9	1,5	1,1
Hong Kong SAR	2,7	10,5	0,1	1,8	-0,2	4,8	5,3	5,9
India	6,6	4,0	5,4	5,7	-1,1	-0,9	-0,5	-0,4
Corea	5,6	9,3	3,0	5,6	0,8	2,5	2,0	1,4
Singapore	5,3	10,0	-2,0	4,0	19,7	23,6	20,9	18,9
Taiwan, Cina	5,9	5,7	-1,9	3,0	2,6	2,9	6,7	5,5
Filippine	3,8	4,0	3,2	3,6	-0,8	12,2	6,3	5,3
Indonesia	2,1	4,8	3,3	3,4	-1,1	5,2	3,6	2,7
Malaysia	5,6	8,5	0,4	4,2	-0,3	10,6	8,2	7,2
Thailandia	2,5	4,4	1,8	3,4	-1,4	7,5	5,4	4,8
America latina ³	2,9	4,5	0,6	0,5	-3,1	-2,3	-2,9	-1,7
Argentina	2,9	-0,5	-4,5	-12,2	-3,7	-3,6	-1,6	9,6
Brasile	2,8	4,5	1,4	2,1	-3,2	-4,1	-4,6	-4,0
Cile	5,6	5,4	2,8	2,9	-3,5	-1,5	-2,0	-1,6
Colombia	2,1	2,8	1,6	2,0	-4,3	0,4	-2,0	-2,8
Messico	3,1	6,9	-0,3	1,7	-3,0	-3,1	-2,9	-3,0
Perù	5,1	3,1	0,2	3,3	-5,8	-3,0	-2,2	-1,6
Venezuela	0,3	3,2	2,8	-2,6	3,5	11,0	2,5	2,8
Europa centrale ⁴	2,8	3,8	3,5	3,2	-3,4	-4,9	-4,4	-4,3
Polonia	5,6	4,0	1,1	1,3	-2,2	-6,3	-4,0	-3,9
Repubblica ceca	1,6	2,9	3,5	3,2	-4,0	-4,5	-4,7	-4,2
Ungheria	3,2	5,2	3,8	3,5	-4,9	-3,2	-0,9	-2,8
Russia	-3,3	8,3	5,0	3,7	2,9	18,5	11,0	7,2
Turchia	2,3	7,5	-7,4	2,2	-0,4	-4,8	2,3	-0,3
Israele	4,5	6,4	-0,6	1,7	-3,9	-1,3	-2,7	-1,7
Arabia Saudita	1,1	4,5	2,2	1,2	-3,4	8,3	4,7	-1,3
Africa	3,3	2,9	3,7	3,4	-2,9	0,2	-0,6	-2,8
Zona franco CFA	4,1	2,3	4,7	5,3	-5,4	-4,1	-5,7	-5,7
Sudafrica	2,6	3,4	2,2	2,2	-1,1	-0,4	-0,1	-0,7
<i>Per memoria:</i>								
<i>paesi del G7</i>	2,8	3,6	1,0	1,7	-0,2	-1,6	-1,5	-1,0

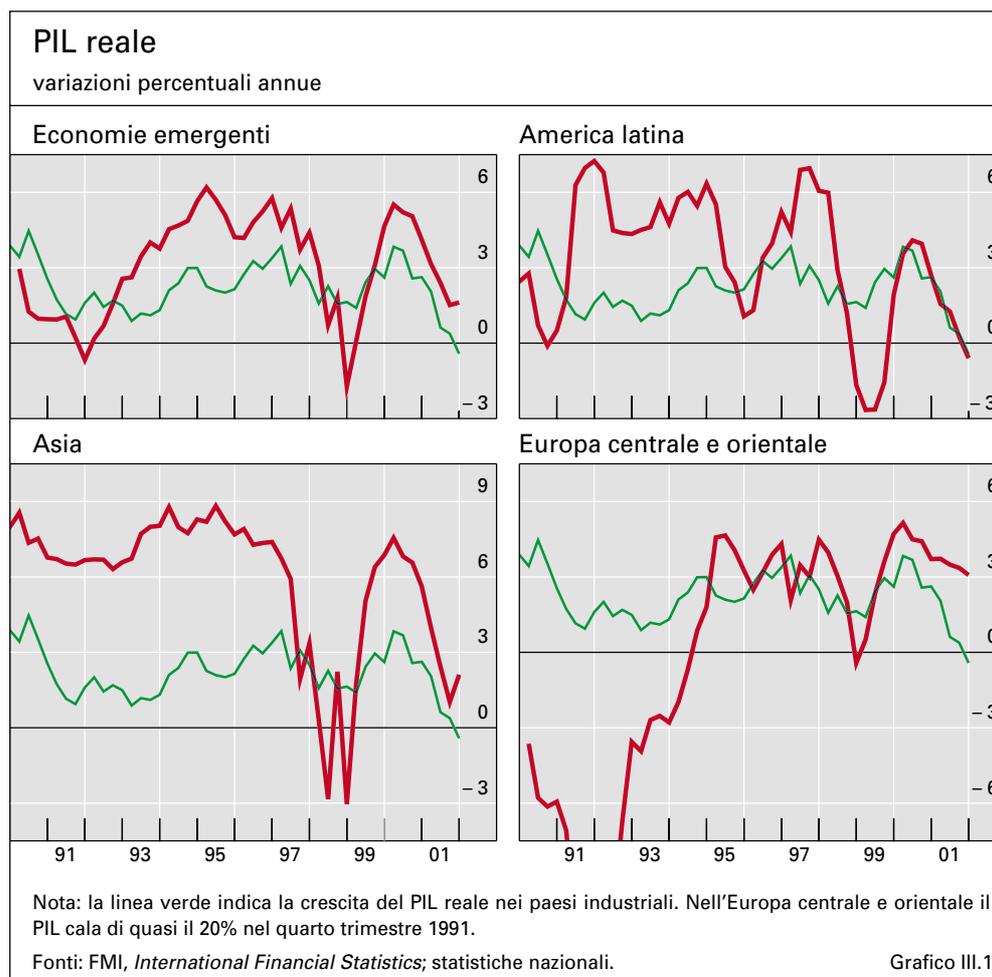
Nota: le cifre per il 2002 sono basate sulle previsioni Consensus del maggio 2002 e sul *World Economic Outlook*.

¹ Variazioni percentuali annue. ² In percentuale del PIL. ³ Media dei paesi indicati, basata sul PIL e sulle PPA del 1995. ⁴ Media di Bulgaria, Croazia, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria.

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

Tabella III.1

parte si è trattato di un nesso fortuito, poiché la flessione produttiva nel mondo industriale durante i primi anni novanta non era stata sincrona (Capitolo II), il che ne aveva diluito l'impatto sulle economie emergenti. Tuttavia, a partire dalla metà del decennio le fluttuazioni del prodotto nelle tre maggiori aree emergenti mostrano effettivamente una più stretta sincronia con quelle dei paesi industriali. Ciò vale in particolare per l'Europa centrale e orientale, dove i comovimenti sono divenuti più marcati e gli sfasamenti più brevi, di riflesso



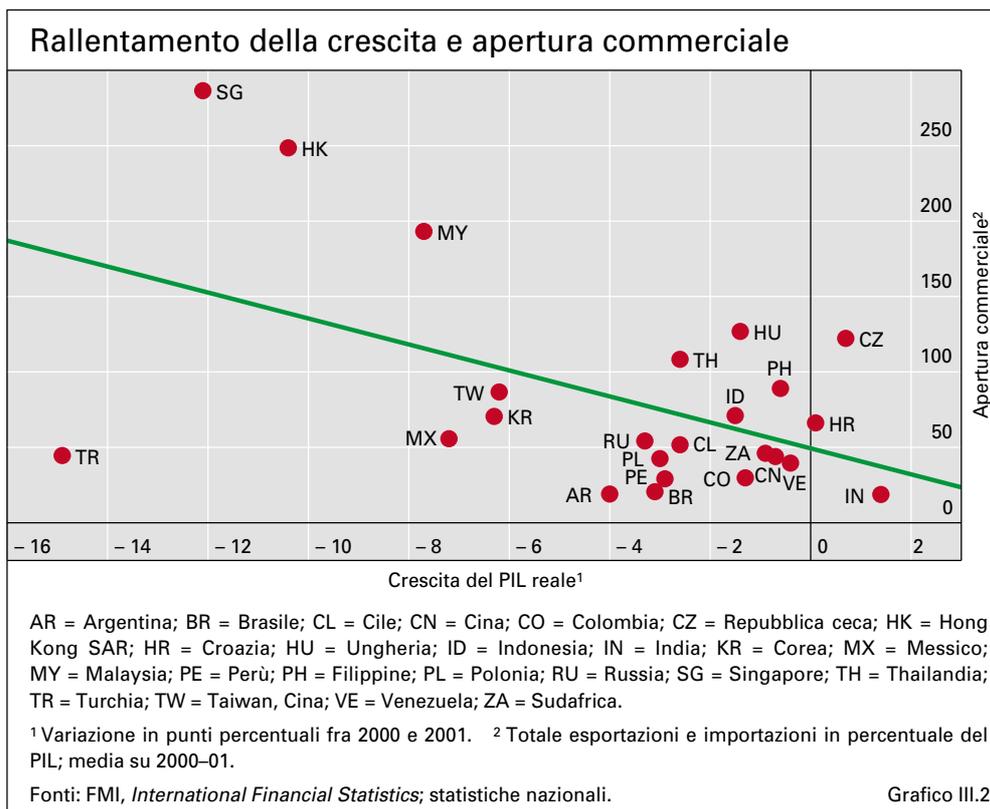
alla profonda trasformazione e all'integrazione con l'Europa occidentale dopo l'avvio del processo di transizione nel 1990.

Le regressioni semplici calcolate per i 20 maggiori paesi emergenti mostrano che l'aumento di 1 punto percentuale della crescita del PIL reale aggregato di Stati Uniti, Unione europea e Giappone si accompagna a un incremento di $\frac{1}{3}$ di punto nelle economie emergenti considerate. Inoltre, il calo di 1 punto del Libor sembra indurre un aumento della crescita di circa $\frac{1}{4}$ di punto. I tassi di espansione della produzione industriale sono ancora più correlati (con un'elasticità di quasi 0,75), specie fra le economie asiatiche da un lato e gli Stati Uniti e il Giappone dall'altro, nonché fra l'Europa centro-orientale e l'Unione europea.

Crescita e nessi commerciali

Il rallentamento è derivato dal grado di apertura commerciale ...

Il rallentamento nei paesi industriali ha causato lo scorso anno una flessione del commercio mondiale, che era invece aumentato di oltre il 12% nel 2000. Di conseguenza, il prodotto reale delle economie emergenti più aperte ha subito una drastica decelerazione, di ben 8-12 punti percentuali nel caso di Singapore, Hong Kong SAR (di seguito, Hong Kong) e Malaysia (grafico III.2). Il Messico è un altro paese caratterizzato da forti legami commerciali con le economie industriali. Dopo aver conseguito una crescita spettacolare del 7% nel 2000, lo scorso anno il prodotto reale si è contratto dello 0,3%, a causa



soprattutto della minore domanda di importazioni degli Stati Uniti. Anche Corea e Taiwan, Cina (di seguito, Taiwan) hanno visto ridursi nettamente la crescita del prodotto interno in seguito alla diminuzione della domanda

Principali mercati e prodotti di esportazione ¹					
	Asia ²	America latina ³	Europa centrale e orientale ⁴	Africa e Medio Oriente ⁵	Totale paesi emergenti
Mercati⁶					
Stati Uniti	21	39	4	16	20
Giappone	13	4	1	4	6
Area dell'euro	16	16	60	44	34
Intraregionali	31	17	16	3	17
Altri	19	24	19	33	24
Prodotti⁷					
Alimentari	8	24	8	14	14
Agricoli	2	4	3	3	3
Energia	5	21	8	38	18
Metalli	2	15	5	5	7
Manufatti	82	36	74	39	58
“high-tech”	40	18	17	6	20

¹ In percentuale delle esportazioni totali; per i gruppi di paesi, media semplice. ² Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ³ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁴ Bulgaria, Croazia, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Russia, Slovacchia, Turchia e Ungheria. ⁵ Algeria, Arabia Saudita, Egitto, Israele, Kenya, Marocco, Nigeria, Sudafrica e Tunisia. ⁶ 2000. ⁷ 1999.

Fonti: Banca mondiale; FMI, *Direction of Trade*. Tabella III.2

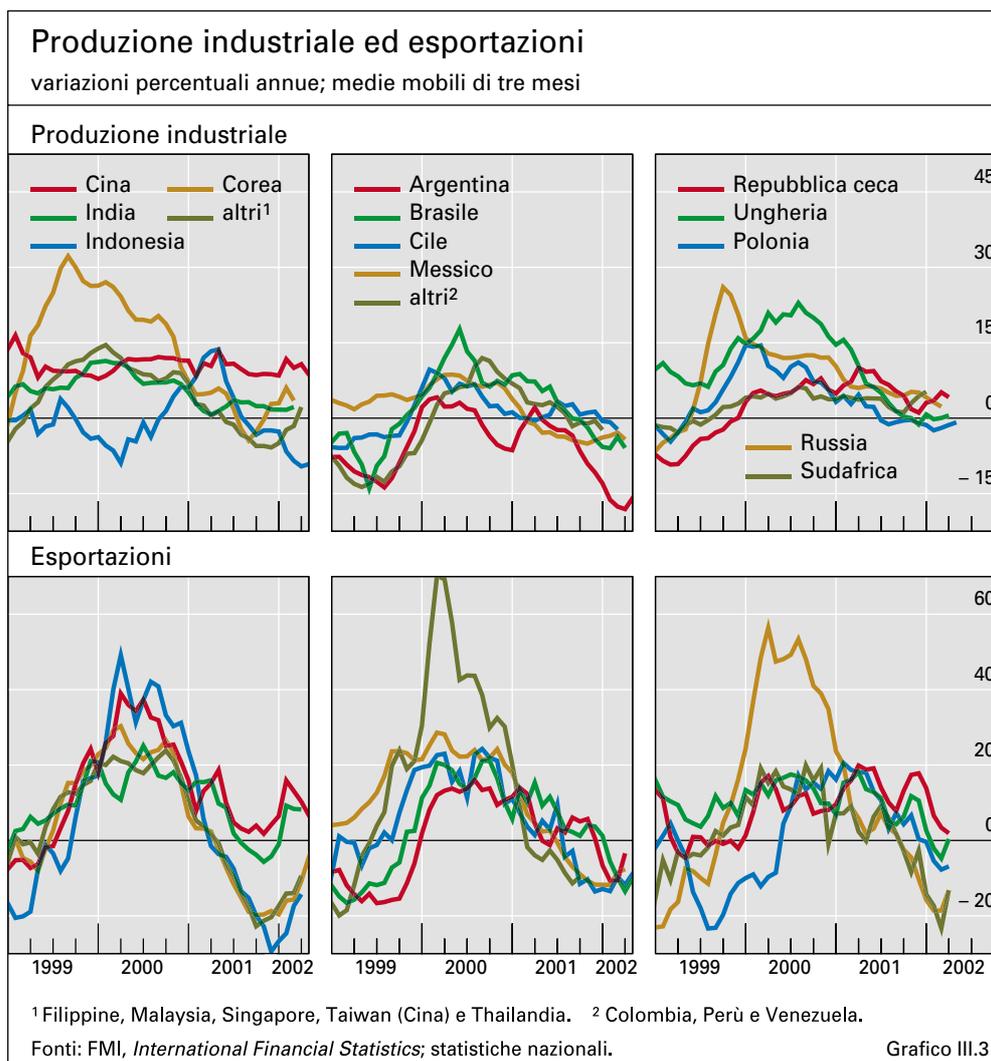
proveniente dagli Stati Uniti. Per contro, nelle economie più chiuse come India e Cina la crescita è rimasta relativamente sostenuta, trainata principalmente da fattori interni. Questi hanno avuto un ruolo primario anche in Brasile, Indonesia e Polonia (si veda oltre).

... e dalla dipendenza dal mercato USA

Lo scorso anno la performance delle economie emergenti è stata anche notevolmente influenzata dalla direzione e dalla composizione dell'interscambio. In Asia e in vari paesi latino-americani con forti legami commerciali bilaterali con gli Stati Uniti (tabella III.2) si è avuto un calo eccezionalmente brusco della crescita e della domanda estera. Gli scambi dell'Europa centrale e orientale si svolgono invece in prevalenza con l'area dell'euro, dove la flessione delle importazioni è stata meno marcata. Pertanto, la produzione industriale e le esportazioni di questo gruppo di paesi sono rimaste relativamente sostenute (grafico III.3).

Anche la composizione merceologica influisce

Il rallentamento della crescita in Asia è stato in gran parte indotto dalla caduta della domanda mondiale di prodotti ad alta tecnologia, che rappresentano il 40% delle esportazioni di manufatti della regione. Poiché si stima che l'elasticità in rapporto al reddito delle esportazioni asiatiche sia più che doppia rispetto a quella delle esportazioni di prodotti primari dell'America latina e dell'Africa, la minore domanda proveniente dai paesi industriali ha avuto un



più forte impatto sulle vendite all'estero dell'Asia. Ad esempio, il valore in dollari delle esportazioni aggregate di Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia è diminuito dell'11% nel 2001, dopo essere salito del 19% nell'anno precedente. Le esportazioni dell'Europa centrale e orientale (segnatamente macchine e attrezzature) hanno risentito assai meno della ridotta domanda di prodotti ad alta tecnologia.

Anche il comparto del turismo ha subito un grave contraccolpo nel 2001, specialmente dopo gli attacchi terroristici dell'11 settembre. La regione dei Caraibi, le economie africane con un settore turistico importante, fra cui Marocco, Tunisia, Egitto e Kenya, così come molte destinazioni asiatiche sono state duramente colpite.

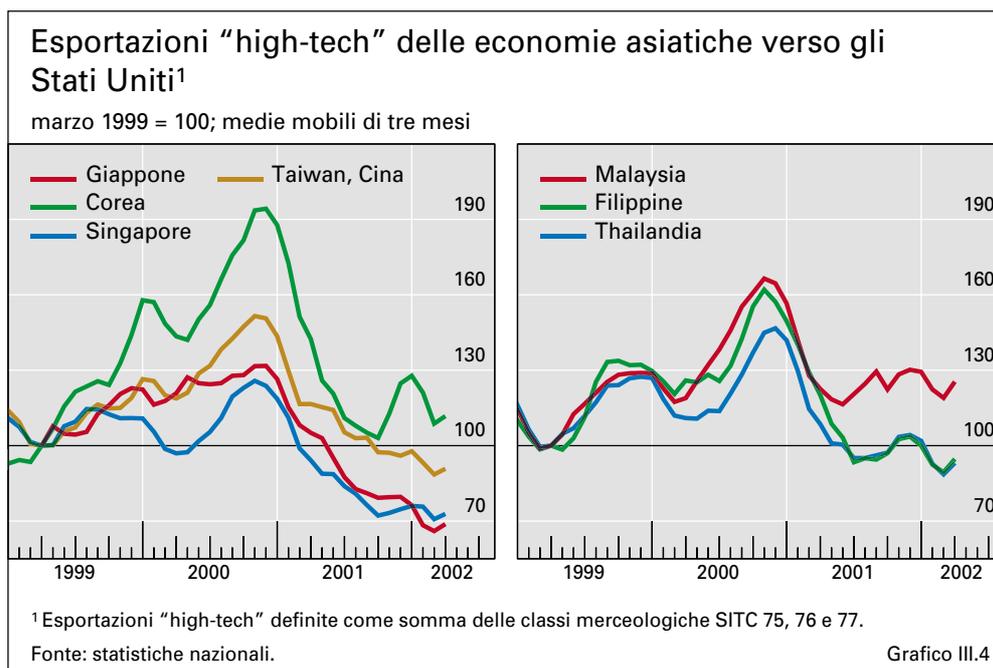
Il rallentamento economico mondiale ha inoltre depresso i corsi delle materie prime. Nel 2001 il prezzo medio in dollari delle esportazioni di prodotti primari non petroliferi delle economie emergenti è sceso di circa il 9%. Il calo della domanda ha riguardato soprattutto i metalli, riducendo i proventi da esportazioni in Cile, Russia, Sudafrica e Zambia, mentre è ulteriormente cresciuta la produzione agricola, malgrado i prezzi più bassi. Il calo di prezzo è stato specialmente gravoso per i paesi esportatori dell'Africa, dove i prodotti primari non petroliferi, in particolare caffè e cotone, sono spesso la componente maggiore degli introiti da esportazioni. Al tempo stesso, il minore costo del petrolio importato ha favorito alcuni paesi africani, mentre in altri la produzione agricola ha beneficiato di condizioni atmosferiche propizie. Inoltre, poiché gli scambi commerciali dell'Africa avvengono principalmente con l'Europa, dove la domanda è stata più sostenuta, lo scorso anno la crescita del PIL nel continente africano è salita al 3¾%, guadagnando quasi 1 punto percentuale rispetto al 2000.

Il calo delle quotazioni del greggio (quasi il 15%) e la leggera contrazione della domanda mondiale hanno fatto diminuire gli introiti dei paesi emergenti produttori di petrolio. Conseguentemente, l'eccedenza corrente di tale gruppo

Il turismo è duramente colpito

Diminuiscono i prezzi delle materie prime ...

... ma accelera la crescita in Africa



si è ridotta da \$100 miliardi nel 2000 a \$56 miliardi nello scorso anno. In Arabia Saudita, il maggiore esportatore di petrolio, la crescita del PIL è scesa dal 4½% al 2%.

Emergono segni di moderata ripresa ...

Alcune di queste forze recessive hanno mostrato un'inversione di tendenza nell'ultimo scorcio del 2001. Le esportazioni di prodotti "high-tech" e, in minor misura, di componenti elettronici sono aumentate verso la fine dell'anno in Corea, Filippine, Malaysia e Thailandia (grafico III.4). Tuttavia, sulla base dei dati più recenti e del calo dei prezzi di semiconduttori e di microchips, nel primo semestre 2002 il recupero delle esportazioni asiatiche appare più moderato rispetto a precedenti riprese cicliche.

... ma le prospettive per l'America latina sono più incerte

Per l'America latina le prospettive sono meno chiare, soprattutto a causa degli squilibri esterni e delle incertezze politiche presenti in vari paesi dell'area. L'aumento dei corsi delle materie prime non petrolifere dovrebbe favorire la crescita dei paesi esportatori latino-americani, oltre che di quelli africani. Al momento della stesura del capitolo, sussisteva invece una notevole incertezza circa l'evoluzione dell'offerta e dei prezzi del petrolio alla luce delle mutevoli circostanze politiche ed economiche.

Fattori interni

Come si è detto, il rallentamento del commercio mondiale è stato il fattore che ha maggiormente condizionato l'andamento delle economie più aperte. A livello aggregato, sulla crescita del prodotto e sulle variazioni nei saldi con l'estero hanno tuttavia influito anche il tipo e la portata degli aggiustamenti interni agli shock esogeni, oltre che taluni fattori di natura specifica.

Politiche espansive e compressione delle importazioni in Asia

Vari paesi asiatici interessati dalla caduta della domanda estera – come Corea, Malaysia, Thailandia, nonché le economie più chiuse di Cina e India – hanno adottato politiche interne espansive, stimolando i consumi privati, l'edilizia residenziale o gli investimenti pubblici. L'impulso fiscale e il più basso risparmio delle famiglie hanno condotto a un calo del risparmio totale in questi paesi. Altri, come Singapore, Taiwan e in minor misura Hong Kong, hanno reagito alla più debole domanda di esportazioni soprattutto decurtando la spesa in investimenti fissi ad alta intensità di importazione e le scorte. Questo tipo di aggiustamento ha notevolmente attenuato l'impatto delle minori esportazioni sulla bilancia corrente. Ciò nonostante, in Asia lo scorso anno si sono ridotti sia il saldo positivo risparmio/investimento (osservato a partire dalla caduta della spesa in conto capitale dopo la crisi asiatica del 1997-98) sia il connesso avanzo del conto corrente.

Diversi tipi di aggiustamento nelle altre regioni

Al di fuori dell'Asia, la reazione agli shock esterni è stata differente. Alcuni dei paesi petroliferi (Messico e Arabia Saudita) hanno compresso la spesa pubblica in risposta ai minori proventi delle esportazioni. Altri, come ad esempio Russia e Venezuela, hanno scelto di ridurre il risparmio aggregato impiegando parte delle proprie eccedenze petrolifere per stimolare la domanda interna. Anche in America latina i tipi di risposta e gli aggiustamenti sono stati differenziati. Gli investimenti sono fortemente calati in Argentina, Messico e Perù, mentre hanno mostrato una relativa stabilità o un leggero aumento in Brasile, Cile e Colombia. Essendo diminuito il risparmio, in questi tre paesi si è ampliato il disavanzo esterno corrente.

In alcune grandi economie l'andamento del prodotto ha inoltre risentito di fattori interni specifici. In Indonesia il PIL reale è aumentato di poco più del 3%, un tasso ben inferiore a quelli precisi. Oltre che dai più bassi prezzi delle materie prime e del petrolio, l'espansione è stata frenata da incertezze politiche e tensioni sociali in diverse province. La crescita prevista per il 2002, appena superiore al 3%, potrebbe non essere sufficiente a impedire un aumento della disoccupazione. Inoltre, il processo di ristrutturazione delle banche e delle imprese continua a essere ostacolato da complessi problemi legali e giudiziari.

Tensioni politiche e sociali in Indonesia

L'economia della Russia nel 2001 è cresciuta a un ritmo più lento di quello dell'anno precedente, ma comunque superiore alle previsioni. Le principali cause del rallentamento paiono essere state la più debole domanda estera e gli effetti del precedente apprezzamento reale del rublo. La domanda interna è rimasta sostenuta, poiché i consumi e gli investimenti privati hanno reagito positivamente all'ulteriore slancio impresso all'azione di riforma. Le finanze pubbliche hanno nuovamente fatto registrare risultati favorevoli e anche l'eccedenza della bilancia corrente è rimasta elevata (11% del PIL).

Vigorosa azione di riforma in Russia

In Brasile lo scorso anno una crisi energetica, che ha condotto al razionamento dell'elettricità, le peggiorate ragioni di scambio e l'inasprimento delle politiche antinflazionistiche hanno insieme concorso a far scendere la crescita del PIL all'1½%. Il disavanzo delle partite correnti si è leggermente dilatato (4½% del PIL), ma la bilancia commerciale ha mostrato per la prima volta dal 1994 un saldo positivo, mentre gli afflussi di IDE hanno raggiunto i \$19 miliardi. Il Brasile rimane comunque esposto all'instabilità del contesto internazionale, dato il suo ampio (ancorché calante) fabbisogno di finanziamento esterno.

Il Brasile risente di una crisi energetica e del contagio dall'Argentina

Anche in Polonia i fattori interni hanno agito nel senso di rallentare la crescita, cosicché nel 2001 il PIL reale è aumentato di appena l'1%. La principale fonte di debolezza sono stati gli investimenti, diminuiti di circa il 10% di riflesso agli elevati tassi d'interesse reali e alla perdurante forza dello zloty. I consumi privati hanno risentito della crescente disoccupazione, mentre il perdurante consolidamento fiscale ha compresso i consumi pubblici. Nel primo trimestre del 2002 la crescita è rimasta su valori modesti.

Debole domanda interna in Polonia

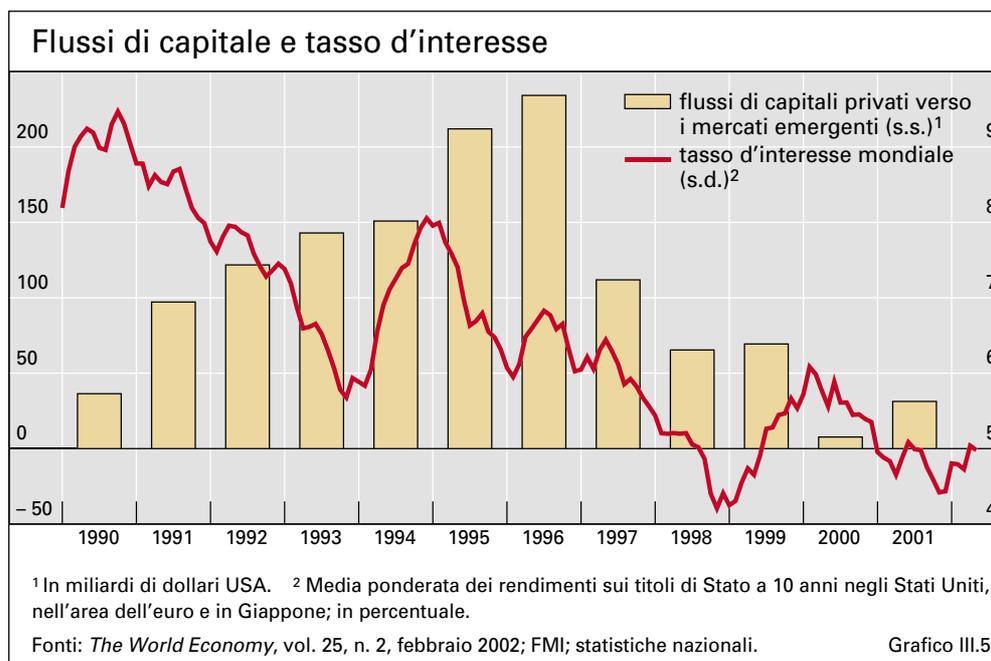
Nessi finanziari e flussi di capitale

Le variazioni dei tassi d'interesse internazionali hanno avuto tradizionalmente un forte impatto sui movimenti di capitali, e nei periodi di tassi calanti è di regola affluito ai paesi emergenti un maggiore volume di fondi privati (grafico III.5). Lo scorso anno, tuttavia, il declino dei tassi d'interesse nei paesi industriali è intervenuto nel contesto di una flessione economica mondiale e di un'accresciuta avversione al rischio da parte degli investitori. In tali circostanze, e date le crisi potenzialmente dirimpenti in Argentina e Turchia, ci si poteva attendere una forte contrazione dei flussi di capitale verso le aree emergenti. Di fatto, i ridotti tassi d'interesse hanno determinato un loro leggero incremento, e persino alcune delle componenti tradizionalmente più volatili di tali flussi sono rimaste relativamente stabili (grafico III.6).

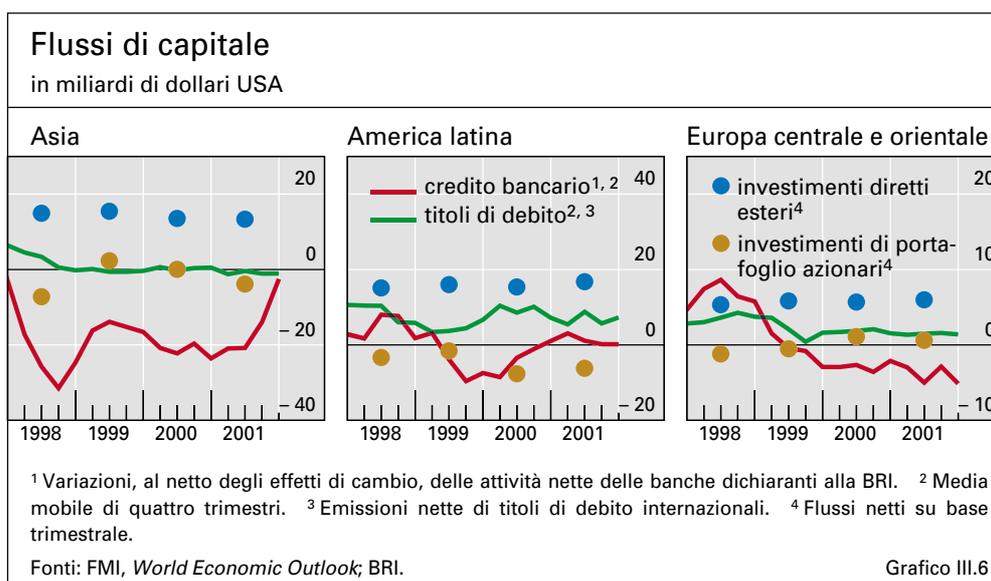
Tenuta relativamente buona dei flussi di capitale

Gran parte del predetto aumento è attribuibile agli investimenti diretti esteri. Storicamente gli IDE sono stati finalizzati ad assicurare l'offerta di beni

Aumentano i flussi di IDE finalizzati ai paesi maggiori



finali e intermedi ai paesi industriali, e hanno quindi mostrato la tendenza a ridursi e ad aumentare rispettivamente nelle fasi recessive ed espansive dell'area industriale. Tuttavia, a partire dalla metà degli anni novanta l'espansione degli IDE ha soprattutto rispecchiato l'interesse degli investitori ad acquisire l'accesso a grandi mercati di sbocco di manufatti, e si è associata a privatizzazioni e fusioni societarie. Di conseguenza, gli investimenti hanno avuto come meta un più ristretto novero di paesi. Così è stato anche lo scorso anno, quando i proventi realizzati dalla vendita di una primaria banca messicana e di un'impresa mineraria leader in Sudafrica hanno da soli ecceduto l'aumento aggregato degli IDE ai mercati emergenti. Anche gli investimenti in Cina sono fortemente cresciuti in seguito all'ingresso del paese nell'OMC.



Nel 2001 le attività esterne delle banche dichiaranti alla BRI verso i paesi emergenti sono diminuite. Tuttavia, in diverse economie dell'Asia i flussi bancari esteri netti sono ridivenuti positivi per la prima volta dalla metà del 1997 (Capitolo VI). Le banche estere e le loro filiali locali hanno inoltre continuato a prestare e investire considerevoli somme in Europa centrale e in Russia. Per contro, le banche internazionali hanno fortemente ridotto le proprie attività nei confronti dell'Argentina.

Flussi bancari netti di nuovo positivi in alcuni paesi

Lo scorso anno gli investimenti di portafoglio azionari sono calati in Asia e, in minor misura, in America latina, mentre sono rimasti stabili nell'Europa centrale e orientale. La più bassa domanda e offerta di azioni in Asia durante gran parte del 2001 è ricollegabile alle incerte prospettive economiche e al crollo dei corsi tecnologici, che ha ridotto la ricchezza degli investitori in titoli ad alto rischio. Inoltre, essendo aumentata negli ultimi anni la correlazione fra la dinamica dell'indice Nasdaq e quella dei prezzi azionari nella maggior parte dei paesi emergenti (tabella III.3), è diminuita l'attrattiva di tali titoli ai fini della diversificazione dei portafogli. Dal marzo 2002, tuttavia, l'andamento delle quotazioni azionarie in vari mercati emergenti si è discostato da quello del Nasdaq.

Flussi di portafoglio azionari condizionati dalle prospettive economiche

L'emissione di azioni nei mercati emergenti è aumentata nel primo trimestre 2002, e gli indici di borsa sono saliti più rapidamente di quelli statunitensi (grafico III.7). Gli investimenti di portafoglio azionari nei primi mesi di quest'anno si sono diretti principalmente verso Asia, Brasile, Messico e Sudafrica, mentre gli altri paesi latino-americani e la Polonia hanno subito deflussi netti. Questi andamenti paiono rispecchiare una maggiore fiducia nel miglioramento del quadro economico mondiale, specie in Asia. A parte pochi casi, l'aumento dei corsi è stato alquanto generalizzato, piuttosto che concentrato nel comparto tecnologico, e per la prima volta da vari anni ha coinvolto anche il settore bancario. I mercati azionari nell'Europa centrale e orientale hanno parimenti realizzato forti guadagni. Nondimeno, in molte economie emergenti le quotazioni restano ben al disotto dei massimi toccati nel 2000, e non tutti i mercati hanno beneficiato della recente ascesa dei corsi.

Le emissioni nette di titoli di debito da parte delle economie emergenti sono rimaste abbastanza stabili nel 2001 (Capitolo VI). Una delle ragioni è che il calo dei tassi d'interesse nei paesi industriali e una leggera riduzione degli spreads hanno fatto abbassare in misura sensibile i rendimenti sulle emissioni

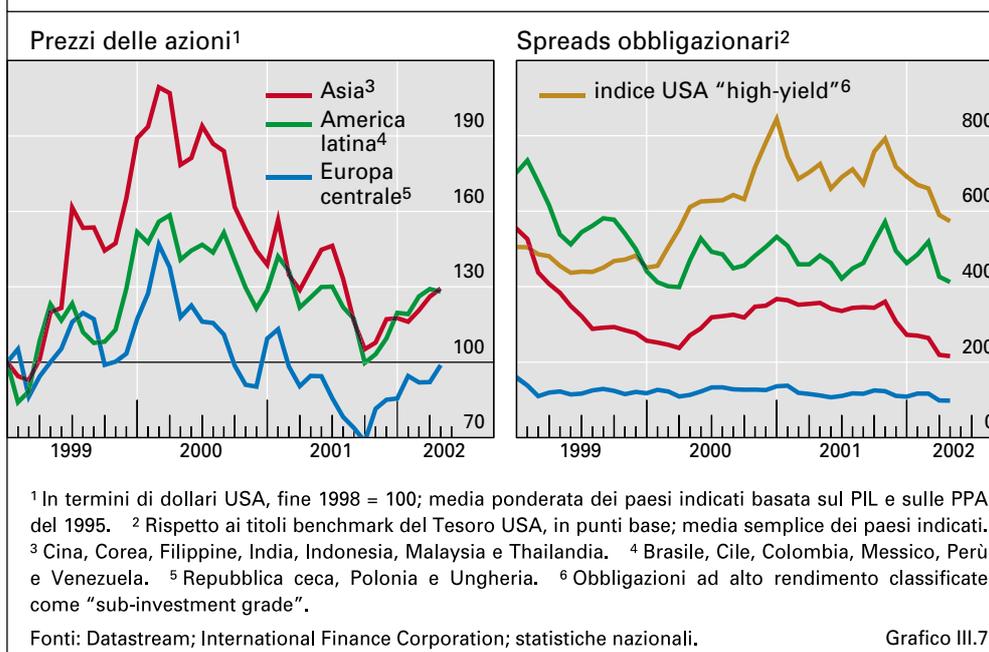
Emissioni obbligazionarie stabili grazie ai più bassi rendimenti

Correlazioni fra variazioni dell'indice Nasdaq e dei corsi azionari ¹						
	Corea	Hong Kong SAR	Malaysia	Singapore	Taiwan, Cina	Thailandia
1995-1996	0,28	0,32	0,07	0,11	0,07	0,20
1999-2002 1° trim.	0,47	0,61	0,29	0,44	0,34	0,31
	Argentina	Brasile	Cile	Messico	Polonia	Sudafrica
1995-1996	0,16	0,14	0,09	0,27	0,16	0,09
1999-2002 1° trim.	0,25	0,50	0,30	0,61	0,44	0,52

¹ Nelle valute nazionali; calcolate utilizzando osservazioni settimanali.
Fonte: Bloomberg.

Tabella III.3

Prezzi delle azioni e spreads obbligazionari



di qualità bancaria. Ciò ha favorito l'attività sia dei mutuatari consolidati (Cina, Malaysia, Messico, Polonia e Ungheria) sia degli emittenti minori (Colombia, Croazia, Lettonia e Uruguay). Gli spreads sul mercato secondario si sono assottigliati nel corso del 2001, salvo che per l'Argentina.

All'indomani dell'11 settembre i differenziali avevano subito un'impennata (di oltre 200 punti base nella media), per poi ridiscendere a livelli non più osservati dagli inizi del 2000 (grafico III.7). Gli spreads sui titoli latino-americani sono stati particolarmente volatili, a causa degli iniziali effetti di riverbero della crisi argentina, ma a partire dall'ottobre dello scorso anno sono emersi chiari segni di una maggiore selettività degli operatori. Nel primo trimestre 2002 le nuove emissioni obbligazionarie internazionali dei principali paesi emergenti hanno fatto segnare un aumento.

Sebbene lo scorso anno il flusso totale di capitali verso le economie emergenti abbia dato prova di una certa resilienza, molti paesi con elevati indici debito/PIL, pesanti oneri per il servizio del debito o un'ampia quota di passività a breve in relazione alle riserve valutarie (tabella III.4) sono stati e rimangono fortemente esposti ai mutamenti del clima di mercato. Ad esempio, i deflussi netti di capitale hanno contribuito alle crisi in Argentina e Turchia. Per contro, nel 2001 il Messico ha continuato ad attrarre un ingente volume di nuovi fondi grazie alla sua crescente integrazione economica con gli Stati Uniti. Analogamente, i paesi dell'Europa centrale e orientale candidati alla UE sono sempre più visti dagli investitori come "mercati convergenti". Per effetto dell'adozione di un quadro di politica economica definito in misura crescente dall'Unione europea, questi paesi vengono giudicati meno rischiosi quale destinazione per gli investimenti.

Dall'incipiente ripresa economica nei paesi industriali non si attende nel 2002 un rapido recupero dei flussi di capitale verso i mercati emergenti. Le banche si manterranno verosimilmente prudenti, dato il crescente volume di

I paesi fortemente indebitati restano più vulnerabili

Improbabile una ripresa dei flussi di capitale nel 2002

Indicatori del debito nel 2000						
	Debito del settore pubblico			Servizio del debito totale ¹	Servizio del debito pubblico ²	Debito esterno a breve in % delle riserve sull'estero
	Totale	Esterno	Interno			
	in % del PIL			in % delle esportazioni ³		
Filippine	81	48	33	14	9	46
India	60	9	51	13	11	9
Indonesia	99	59	40	25	10	80
Argentina	52	34	18	71	43	116
Brasile	39	4	35	91	35	95
Russia	67	52	15	10	4	64
Turchia	62	21	41	36	17	130
Ungheria	55	8	47	24	11	38

¹ Pagamenti in conto interessi e capitale sul debito pubblico e privato esterno a lungo termine (a un anno o più). ² Pagamenti in conto interessi e capitale sul debito pubblico esterno a lungo termine. ³ Esportazioni di beni e servizi.

Fonti: Banca mondiale; Institute of International Finance (IIF); statistiche nazionali; statistiche BRI.

Tabella III.4

sofferenze nei loro bilanci. Gli altri potenziali investitori potrebbero essere intimoriti dalla crisi che travaglia l'Argentina e dai suoi possibili effetti di contagio su altri paesi latino-americani. È probabile che i flussi di IDE rimangano robusti, continuando però a concentrarsi nei paesi con mercati relativamente ampi. I nuovi impegni di investimento in Cina sono già fortemente aumentati nel primo trimestre 2002, e la ripresa delle esportazioni e del PIL in Asia, se si dimostra duratura, dovrebbe far crescere i flussi di capitale verso vari altri paesi dell'Est asiatico. Nell'Europa centrale e orientale le privatizzazioni di imprese che gestiscono servizi di pubblica utilità, infrastrutture e telecomunicazioni potrebbero parimenti attirare ingenti capitali. Per converso, vi è da attendersi un calo della quota degli IDE destinati all'America latina, dato il ruolo meno importante che dovrebbero svolgere le privatizzazioni nel 2002.

Le risposte delle autorità al rallentamento

Ruolo delle politiche monetaria e del cambio

Lo scorso anno un numero insolitamente elevato di economie emergenti ha posto in atto politiche monetarie e fiscali più espansive per controbilanciare l'impatto del rallentamento mondiale. In diversi paesi i tassi di riferimento sono stati ricondotti ai livelli più bassi dalla crisi asiatica (tabella III.5). Talune economie con regimi di cambio flessibile hanno inoltre lasciato deprezzare la valuta, rendendo in tal modo disponibile un ulteriore canale ufficiale per frenare gli effetti negativi. Per contro, altri paesi hanno dovuto aumentare i tassi d'interesse per premunirsi contro l'accresciuta vulnerabilità esterna.

L'allentamento delle politiche monetarie è stato facilitato da due fattori. Primo, gli ampi tagli dei tassi d'interesse nei paesi industriali hanno permesso

Allentamento delle politiche monetarie e fiscali ...

... favorito dai tagli dei tassi nei paesi industriali e dalla bassa inflazione

alle economie emergenti di abbassare i tassi interni senza innescare deflussi di capitale o pressioni sulla valuta. Secondo, il generale declino dell'inflazione interna (tabella III.6) ha consentito alle banche centrali di ridurre il costo del denaro in misura più incisiva di quanto sarebbe stato altrimenti praticabile. Nondimeno, taluni paesi hanno dovuto far fronte a crescenti pressioni sui prezzi, che hanno limitato la loro flessibilità nel contrastare il rallentamento globale. Tra gli altri fattori restrittivi figurano i timori di contagio dalla crisi argentina, l'accresciuta incertezza politica in alcune economie latino-americane, nonché le vulnerabilità derivanti da un passato di elevata inflazione e di incaute politiche fiscali in numerosi paesi.

Marcata tendenza all'allentamento monetario in Asia

Calo dei tassi d'interesse in quasi tutti i paesi asiatici con regimi di cambio flessibile ...

In Asia le risposte delle autorità monetarie alla sfavorevole fase congiunturale sono state più rapide che in altre regioni, grazie alle solide posizioni esterne e alla flessibilità del cambio. In effetti, ad eccezione dell'Indonesia tutti i paesi con regimi di cambio flessibile hanno abbassato i tassi d'interesse lo scorso anno e, nel caso delle Filippine e di Taiwan, anche in misura particolarmente marcata (tabella III.5). India e Corea hanno parimenti ridotto i tassi ufficiali nel 2001 e integrato queste misure con allentamenti di tipo quantitativo, nel primo paese diminuendo gli obblighi di riserva a carico delle banche e nel secondo innalzando il massimale sugli impieghi dopo gli eventi dell'11 settembre. L'Indonesia ha dovuto invece inasprire la politica monetaria per arginare la recrudescenza dell'inflazione e le crescenti pressioni sul cambio. I forti tagli dei tassi d'interesse asiatici hanno contribuito a sostenere la domanda durante la fase contrattiva e dovrebbero migliorare le prospettive di ripresa. Nondimeno, qualora questa dovesse acquistare vigore, potrebbe rendersi necessaria una restrizione monetaria. La Corea, ad esempio, ha innalzato i tassi d'interesse nel secondo trimestre 2002 in risposta al recupero della domanda sia interna che estera.

... e andamento disomogeneo dei cambi effettivi

Sebbene i tassi di cambio si siano per lo più indeboliti rispetto a un dollaro in ascesa, i potenziali guadagni competitivi sono stati contenuti, se non

Tassi ufficiali						
	Cina	Corea	Filippine	Hong Kong SAR	India	Indonesia
Variazione da dic. 2000 ¹	-27	-125	-650	-475	-150	208
Livello ad aprile 2002 ²	1,98	4,00	7,00	3,25	6,50	16,61
	Malaysia	Singapore ³	Taiwan, Cina	Thailandia	Polonia	Repubblica ceca
Variazione da dic. 2000 ¹	-50	-200	-250	50	-950	-150
Livello ad aprile 2002 ²	5,00	0,81	2,13	2,00	9,50	3,75
	Russia ³	Ungheria	Sudafrica	Brasile	Cile	Messico ³
Variazione da dic. 2000 ¹	-186	-250	-50	227	-282	-1 200
Livello ad aprile 2002 ²	15,85	8,50	11,50	18,11	4,75	6,01

¹ In punti base. ² In percentuale, fine periodo. ³ Tasso d'interesse a tre mesi.
Fonte: Bloomberg. Tabella III.5

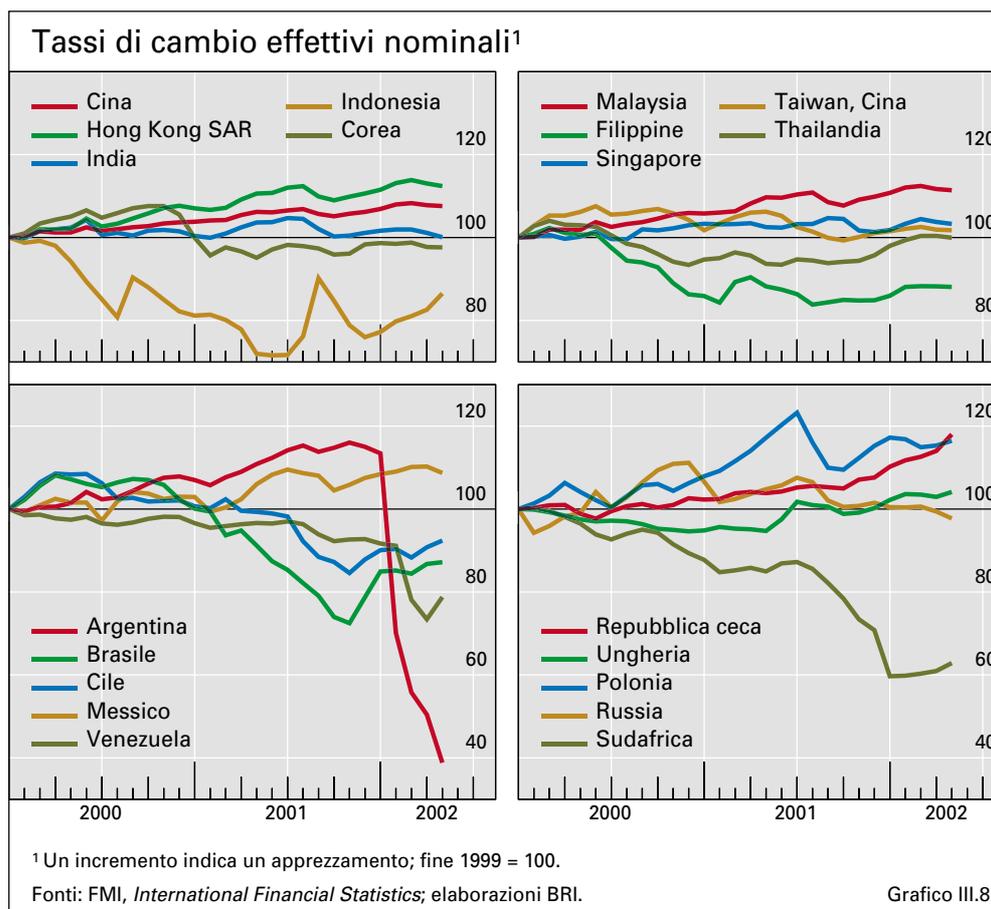
Prezzi al consumo						
	1990-97	1998	1999	2000	2001	1° trim. 2002
	variazioni percentuali annue					
Asia ¹	9,1	7,6	2,3	1,9	3,1	1,7
Cina	10,7	-0,9	-1,4	0,3	0,7	-0,5
Corea	6,1	7,5	0,8	2,3	4,3	2,4
Filippine	9,9	9,7	6,7	4,3	6,1	3,6
Hong Kong SAR	8,5	2,9	-4,0	-3,7	-1,5	-2,8
India ²	9,1	6,9	3,5	5,3	5,2	1,2
Indonesia	8,3	58,4	20,5	3,7	11,5	14,5
Malaysia	3,6	5,3	2,7	1,5	1,4	1,5
Singapore	2,5	-0,3	0,5	1,5	1,1	-0,9
Thailandia	5,2	8,1	0,3	1,5	1,7	0,5
America latina ¹	157,5	9,7	9,1	6,6	6,6	7,3
Argentina	77,4	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	4,2
Brasile	500,4	3,8	4,9	6,0	8,0	9,5
Cile	13,5	5,1	3,4	3,8	3,6	2,4
Messico	21,0	15,9	16,6	7,9	6,2	4,3
Europa centrale ¹	20,7 ³	11,8	6,5	8,7	5,9	4,0
Polonia	24,7 ³	11,7	7,3	10,1	5,5	3,5
Repubblica ceca	9,1 ³	10,7	2,1	3,9	4,7	3,8
Ungheria	22,2 ³	14,1	10,0	9,8	9,2	6,3
Russia	112,9 ³	27,7	85,7	20,8	21,5	17,8
Sudafrica	10,8	6,9	5,2	5,3	5,7	4,3

¹ Media dei paesi indicati, ponderata in base al PIL e alle PPA del 1995. ² Prezzi all'ingrosso.
³ Media del periodo 1993-97.

Fonti: FMI; statistiche nazionali. Tabella III.6

addirittura neutralizzati, da altri fattori. Ad esempio, il rapido deprezzamento dello yen e del won coreano nei confronti del dollaro (circa il 20% fra la metà del 2000 e gli inizi del 2002) ha esercitato pressioni al rialzo sui tassi di cambio effettivi nella maggior parte degli altri paesi asiatici (grafico III.8). Il successivo rafforzamento di entrambe le monete sulla valuta USA ha contribuito ad allentare in parte tali pressioni. Inoltre, nelle economie a inflazione relativamente elevata (Filippine e Indonesia) i deprezzamenti del cambio nominale non si sono tradotti appieno in guadagni di competitività internazionale. Infine, in taluni paesi (ad esempio l'India) la preferenza per il mantenimento di un rapporto di cambio relativamente stabile con il dollaro ha comportato solo lievi oscillazioni del tasso effettivo.

Nonostante questi fattori di segno contrario, in alcuni paesi i guadagni competitivi derivanti dal deprezzamento della valuta sono stati cospicui. Il tasso di cambio effettivo reale del won coreano è diminuito del 5% fra l'agosto 2000 e il marzo 2002, anche se il calo si è concentrato per lo più nel periodo di massima debolezza della domanda estera. Nei dodici mesi terminanti nell'agosto 2001 la moneta di Taiwan aveva perso il 7% in termini reali. Anche a Singapore il tasso di cambio ha consentito di assorbire gli shock esterni; impiegando il cambio effettivo nominale come obiettivo operativo, nel luglio 2001 le autorità hanno modificato in senso neutrale una politica monetaria

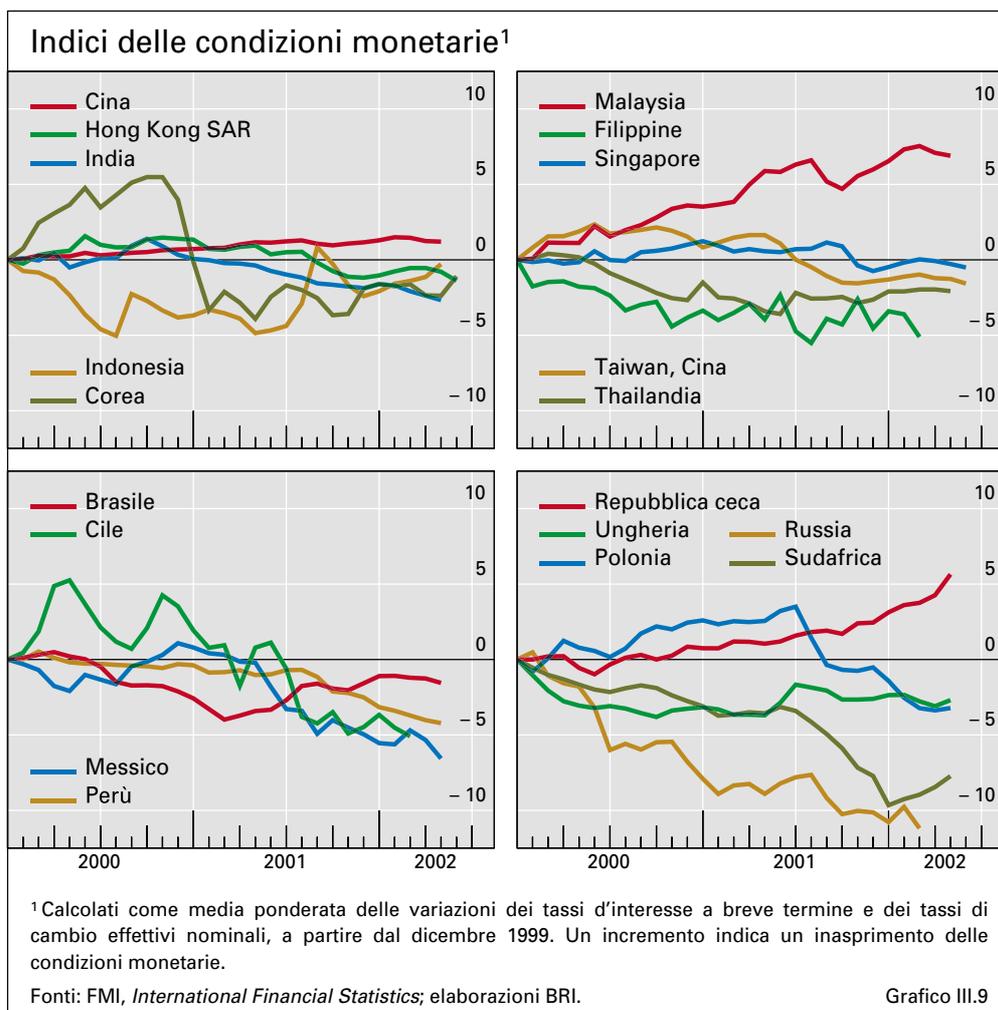


orientata al rafforzamento della valuta e, successivamente, hanno ampliato la banda di oscillazione della moneta per assecondarne il deprezzamento dopo l'11 settembre.

Risposte di politica economica differenziate nei paesi con regimi di cambio fisso

Nei paesi con tassi di cambio ancorati al dollaro gli indirizzi delle politiche monetarie sono differiti, sebbene i tagli dei tassi USA avessero in generale fornito spazio di manovra per un allentamento monetario. In Cina il tasso di riferimento era già basso, e non è stato ridotto fino agli inizi del 2002. In Malaysia il tasso ufficiale è rimasto invariato al fine di attrarre capitali esteri; quando poi è stato abbassato in settembre, esso non ha determinato una variazione significativa dei principali tassi a breve termine. In entrambi i paesi i controlli sui movimenti di capitale sono riusciti a isolare i tassi d'interesse interni dall'andamento di quelli mondiali. Per contro, Hong Kong si è adeguata sistematicamente alle riduzioni dei tassi USA. Sebbene il legame con la moneta statunitense abbia continuato a fungere da ancoraggio credibile in tutti e tre i casi, la forza del dollaro nei confronti della maggior parte delle altre valute ha originato un apprezzamento del loro cambio effettivo reale, specie dall'autunno 2001. Ciò potrebbe spiegare perché questi paesi si sono avvalsi della politica fiscale per stimolare la domanda interna.

Il grafico III.9 riporta gli indici delle condizioni monetarie basati sull'effetto congiunto delle variazioni dei tassi d'interesse a breve e dei cambi effettivi nominali. Come mostra il diagramma, le condizioni monetarie nel 2001 sono state nella maggioranza dei casi allentate. Tuttavia, esse hanno subito



un inasprimento in Brasile, Indonesia, Malaysia e Repubblica ceca, e sono rimaste più o meno invariate in Cina, Thailandia e Ungheria.

Minor margine di manovra in America latina

In America latina un fabbisogno di finanziamento esterno elevato, le intensificate pressioni inflazionistiche in alcuni paesi, il calo della fiducia degli investitori e la crescente incertezza politica hanno limitato il margine di manovra per distendere le condizioni monetarie. Di fatto, molti paesi hanno dovuto adottare un indirizzo monetario più restrittivo per sostenere la propria valuta.

Con un'inflazione al disopra del tasso obiettivo e una valuta esposta ai contraccolpi della crisi argentina, il Brasile ha reso più stringente la politica monetaria per buona parte del 2001. L'entità del successivo rilassamento, specie dal mese di novembre, è stata limitata dalle residue pressioni inflazionistiche. Ciò nonostante, il sostanziale deprezzamento della moneta (circa il 23% in termini effettivi reali tra la fine del 2000 e l'ottobre 2001) ha sorretto la crescita delle esportazioni. Il Venezuela ha inasprito la politica monetaria nel tentativo di difendere la valuta, prima di consentirne la libera fluttuazione agli inizi del 2002. Tuttavia, l'inflazione è rimasta elevata, cosicché la susseguente forte svalutazione del cambio nominale non si è tradotta in un miglioramento della competitività.

Politiche monetarie più restrittive in Brasile e Venezuela ...

... mentre Cile e Messico riducono i tassi ufficiali

Il Cile e il Messico sono stati in grado di impiegare la politica monetaria in funzione di stimolo della domanda. Grazie a una bassa inflazione, nonché alla solidità dei conti con l'estero e della finanza pubblica, la banca centrale cilena ha potuto ridurre i tassi d'interesse, ad eccezione di un breve periodo nel secondo semestre 2001, quando il peso è stato sottoposto a pressioni. In Messico la ricomposizione dei portafogli degli investitori esteri a favore delle attività interne, unitamente al forte apprezzamento del tasso di cambio e al calo dell'inflazione, ha consentito una riduzione dei tassi d'interesse. Tuttavia, con l'accelerare della crescita dei salari agli inizi del 2002, il paese ha adottato in seguito un orientamento monetario più prudente. Al momento della stesura del capitolo, nonostante il deprezzamento dell'aprile 2002, il tasso di cambio effettivo reale del peso superava del 20% il livello precedente la crisi del 1994. Ciò potrebbe limitare la capacità del settore dei beni oggetto d'interscambio di trarre profitto dall'attuale ripresa dell'economia mondiale. In effetti, l'apprezzamento del peso ha già provocato la chiusura di alcune imprese di esportazione, il trasferimento all'estero di diverse società e la sostituzione di manufatti interni con meno costosi prodotti d'importazione per alcune tipologie di beni intermedi.

Limitato allentamento negli altri paesi emergenti

Tassi di cambio in apprezzamento nell'Europa centrale e orientale

Nell'Europa centrale e orientale la decelerazione della domanda estera ha coinciso con ampi afflussi di capitale e un costante apprezzamento del cambio. Ciò ha indotto le banche centrali ad abbassare i tassi d'interesse e ad intervenire occasionalmente sui mercati valutari. Tuttavia, pressioni di natura fiscale e rischi d'inflazione hanno posto un limite ai tagli dei tassi in Polonia e Ungheria. Nella Repubblica ceca il rafforzamento del cambio, unitamente ai forti guadagni di produttività cui si è associata una progressione salariale solo modesta, ha consentito alla banca centrale di ridurre i tassi d'interesse a livelli molto bassi.

Difficoltà di politica economica in Sudafrica

In Sudafrica la conduzione della politica monetaria è divenuta più problematica nel quarto trimestre 2001, allorché un deprezzamento eccezionalmente marcato del tasso di cambio ha fatto innalzare le aspettative inflazionistiche. Poiché l'incremento dei prezzi ha sistematicamente superato il tasso obiettivo stabilito per la fine del 2002, la banca centrale ha dovuto di recente annullare buona parte dell'allentamento attuato nel 2001. Nonostante il successivo recupero del rand, la drastica svalutazione dello scorso anno ha migliorato la competitività esterna del paese e le esportazioni hanno contribuito significativamente alla crescita complessiva.

Efficacia della politica monetaria nello stimolare la crescita

L'allentamento monetario ha prodotto effetti positivi

In quale misura la politica monetaria è stata in grado di stimolare la domanda nelle economie emergenti? Un possibile modo per valutare questo effetto consiste nell'osservare l'impatto delle riduzioni dei saggi ufficiali sui tassi d'interesse a lungo termine. Una maggiore reattività delle banche centrali agli shock economici può anche ripercuotersi sulla fiducia di consumatori e imprese, ma tale influsso è più difficile da stimare.

Nelle economie emergenti i tassi obbligazionari a lungo termine sono scesi lo scorso anno, soprattutto nel secondo semestre, in concomitanza con il sostanziale rilassamento delle politiche monetarie (tabella III.7). Di fatto, essi hanno toccato il loro livello più basso dalla crisi asiatica. Analogamente all'area industriale (Capitolo II), i minori tassi d'interesse hanno sostenuto il rilancio dell'edilizia residenziale in diverse economie emergenti. Essi potrebbero altresì aver favorito le ristrutturazioni societarie. Tuttavia, non è chiaro se il forte calo dei tassi a lungo termine sia dovuto interamente alle più distese condizioni monetarie. In India, ad esempio, la diminuzione dei tassi obbligazionari a lunga va attribuita in ampia misura a una "fuga verso la qualità" di banche e istituzioni finanziarie, che hanno incrementato massicciamente gli investimenti in titoli di Stato spingendone le quotazioni a livelli più elevati.

Diffuso calo dei tassi a lungo termine ...

Nella maggior parte dei paesi, tuttavia, il minor costo del denaro non si è tradotto in una più rapida espansione del credito. In termini reali quest'ultima è anzi risultata negativa in diverse economie asiatiche, anche se è proprio in quest'area che l'allentamento monetario è stato più pronunciato (grafico III.10). I lenti progressi delle ristrutturazioni bancarie e il forte accumulo di prestiti in sofferenza possono aver limitato l'offerta di nuovi crediti. Tuttavia, la debole crescita dei finanziamenti bancari sembra in buona parte dovuta anche alla mancanza di mutuatari affidabili e alla scelta consapevole delle imprese di ridurre il proprio indebitamento.

... ma l'espansione del credito alle imprese resta depressa

In presenza di un'esigua domanda di credito da parte delle imprese, l'orientamento più espansivo della politica monetaria ha incoraggiato le banche a diversificare gli impieghi in favore dei crediti al consumo. In Cina i prestiti ipotecari e al consumo sono cresciuti del 70% nel 2001, seppure rispetto a un basso livello di partenza. Le banche coreane hanno posto in essere strategie particolarmente aggressive nella promozione del credito alle

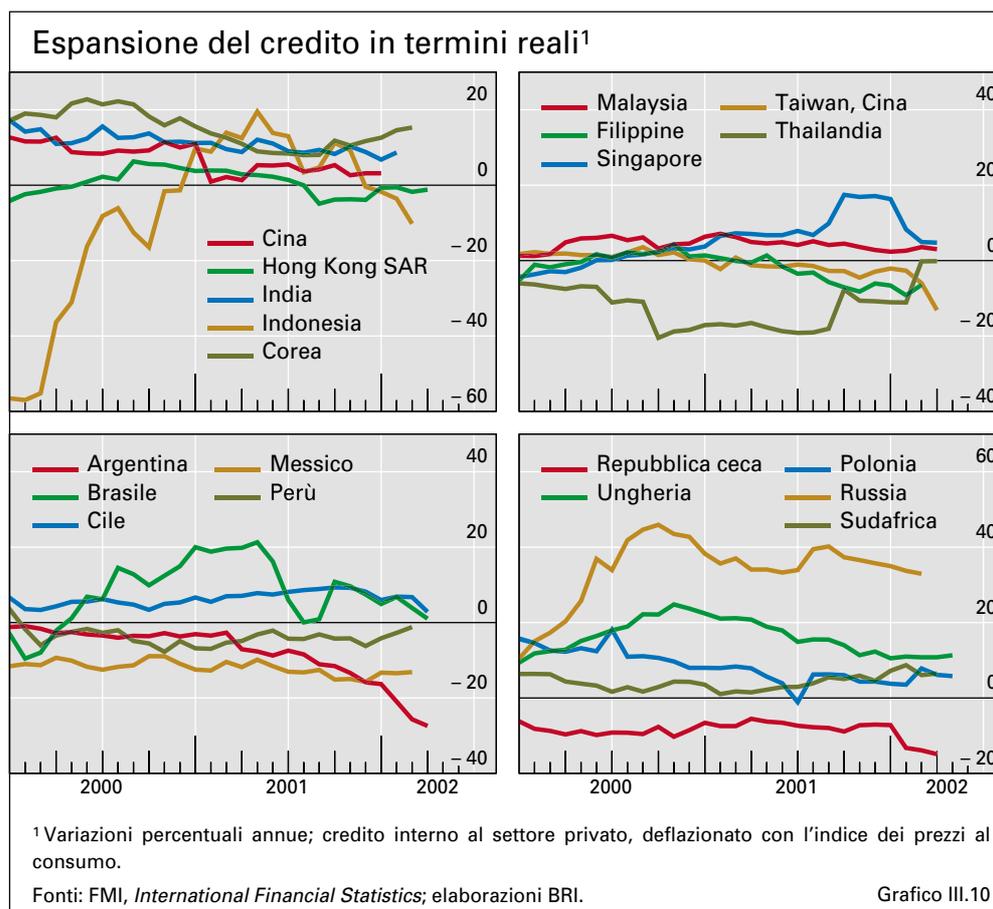
Le banche aumentano il credito al consumo ...

Tassi d'interesse a lungo termine ¹					
	Fine 1998	Fine 1999	Fine 2000	Giugno 2001	Fine 2001
Corea	8,30	9,85	8,12	7,24	6,79
Filippine	18,36	15,61	18,20	15,39	15,75
Hong Kong SAR	6,36	7,74	6,46	6,37	6,22
India	12,22	11,24	10,94	9,45	7,92
Malaysia	6,81	6,36	5,49	4,20	3,76
Singapore	4,48	4,56	4,09	3,64	3,97
Taiwan, Cina	5,12	6,03	5,13	3,84	3,81
Thailandia	7,26	6,40	5,09	6,34	3,40
Cile	7,19	7,19	6,21	5,87	5,63
Messico	7,50	6,68	6,70	6,05	6,00
Polonia	...	10,41	13,19	13,18	9,56
Repubblica ceca	13,94	10,19	8,09	7,16	7,06
Ungheria	12,88	9,82	8,80	8,20	7,71
Sudafrica	15,85	13,67	12,72	10,88	11,53

¹ Tasso a dieci anni o tasso a lungo termine assimilabile; in percentuale.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

Tabella III.7



famiglie mediante un alleggerimento delle condizioni sulle ipoteche, e ciò ha causato una crescita rapidissima dell'indebitamento di questo settore, salito a livelli storicamente elevati. In India la concorrenza nel credito al consumo pare aver spinto le banche a concedere prestiti ipotecari a tassi inferiori al prime rate. A Hong Kong l'aumento del credito immobiliare ha in parte controbilanciato il calo dei finanziamenti al settore societario.

Le autorità di molti paesi asiatici hanno fornito speciali incentivi alle banche per incoraggiarle a espandere il credito. L'Autorità monetaria di Hong Kong ha temporaneamente abolito il vincolo posto allo scarto di garanzia per il rifinanziamento dei prestiti ipotecari sulle abitazioni. In Corea la banca centrale ha offerto linee creditizie di sostegno alle banche con momentanei problemi di liquidità a seguito di ristrutturazioni. La banca centrale filippina ha abbassato i tassi d'interesse sui depositi overnight per incoraggiare le banche a ridurre la liquidità in eccesso e ad aumentare il credito alle imprese, mentre quella thailandese ha allentato i requisiti prudenziali in materia di valutazione e classificazione dei crediti.

Per ciò che concerne l'America latina, la recente contrazione del credito può essere imputata a fattori di natura sia ciclica sia strutturale. In Argentina la capacità delle banche di concedere prestiti è stata fortemente condizionata lo scorso anno dalla crisi finanziaria, mentre in Perù un effetto analogo è stato prodotto dal drastico calo dei depositi. La brusca frenata dell'espansione del credito in Brasile è stata da molti attribuita all'accresciuta incertezza nei mercati finanziari a seguito della crisi argentina e alla connessa riluttanza sia

... e vengono incoraggiate a espandere i prestiti

Forte contrazione del credito in America latina

dei mutuatari sia dei prestatori a esporsi a maggiori rischi di insolvenza. In Messico la flessione degli impieghi bancari è stata il riflesso della disintermediazione finanziaria e ha accresciuto il ricorso delle imprese a fonti estere di finanziamento. Ad eccezione di questo paese, la riduzione dei flussi di capitali internazionali bancari e azionari verso l'America latina ha esacerbato il rallentamento dell'espansione del credito interno.

Ruolo della politica fiscale

Di fronte alla decelerazione economica, nel 2001 molte economie emergenti hanno posto in atto misure di stimolo fiscale. In altre, per contro, l'impatto sulle entrate causato dalla più lenta crescita e dai maggiori oneri per il servizio del debito ha costretto i governi a contenere la spesa.

Lo scorso anno le politiche di bilancio nella maggior parte dei paesi asiatici sono state accomodanti o espansive. La leva dello stimolo fiscale ha fornito un importante sostegno alla domanda interna per Hong Kong, Singapore e Thailandia. In altri paesi le riforme del sistema tributario o l'accumulo di eccedenze presso i fondi previdenziali hanno celato provvedimenti di spesa con finalità espansive o indirizzi di politica economica molto condiscendenti. In Cina un miglioramento dal lato delle entrate ha limitato l'impatto sul bilancio degli aumenti sia della spesa per investimenti infrastrutturali sia delle retribuzioni nel pubblico impiego. Con un rapporto disavanzo/PIL al disopra del 5%, l'orientamento della politica fiscale in Malaysia è rimasto assai accomodante; inoltre, l'impatto delle decisioni di spesa è stato in parte occultato dagli effetti della riforma tributaria e in parte si farà sentire solo sui risultati di consuntivo per il 2002. La Corea ha registrato un aumento del surplus di bilancio, peraltro riconducibile soprattutto ai crescenti avanzi del conto previdenziale; al netto di questi ultimi, lo stimolo fiscale alla domanda interna è stato considerevole.

Il margine per la manovra fiscale è stato assai più limitato in India, dove il disavanzo delle amministrazioni centrali è salito a oltre il 5½% del PIL, superando largamente l'obiettivo. Unitamente al permanere di un ampio deficit anche a livello di amministrazioni locali, ciò ha fatto riaffiorare i timori circa il rischio di insostenibilità delle finanze pubbliche e le connesse implicazioni sfavorevoli per i tassi d'interesse reali. Squilibri strutturali di bilancio relativamente ingenti hanno limitato le opportunità di un'espansione fiscale anche in Indonesia e nelle Filippine.

Stimoli fiscali di natura temporanea possono produrre un impatto significativo sulla domanda, specie se associati a un orientamento monetario meno restrittivo. Tuttavia, una manovra di bilancio che implichi mutamenti nell'indirizzo fiscale a medio termine può ridurre l'efficacia dell'azione di governo, innalzando sia i tassi d'interesse interni sia il premio richiesto per il rischio paese. In alcune realtà asiatiche tali timori hanno ostacolato l'attivazione di politiche fiscali in funzione anticiclica. Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL è salito a livelli elevati in diversi paesi (tabella III.8). Considerati i costi effettivi e potenziali delle ristrutturazioni bancarie, il debito di talune economie asiatiche sarebbe in realtà molto più alto di quanto segnalato. Grazie al calo dei tassi d'interesse nominali (e, di conseguenza, del servizio del debito), il

Restano ampi i disavanzi di bilancio in Asia ...

... ma in India il margine di manovra per una politica fiscale espansiva è stato limitato

Efficacia delle misure di stimolo fiscale

Saldi di bilancio e debito pubblico								
	Saldo complessivo			Saldo primario			Debito pubblico	
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1996	2001
	in percentuale del PIL							
Asia ¹	-1,0	-1,3	-2,9	-1,5	-0,5	-0,3	28,6	51,8
Cina	-2,1	-2,8	-2,7	...	...	...	7,3	16,3
Hong Kong SAR	0,8	-0,6	-5,0	.	.	.	.	.
India	-5,4	-5,7	-5,7	-0,7	-0,9	-1,1	49,4	58,1
Corea	-2,7	1,1	1,5	-1,5	2,6	2,7	8,8	20,8
Singapore	10,3	11,4	-0,3	.	.	.	.	.
Taiwan, Cina	1,0	-0,6	-0,7	-0,5	-2,5	-2,6	22,7	31,7
Filippine	-3,8	-4,1	-4,0	-0,2	0,2	0,8	61,3	79,1
Indonesia	-1,6	-3,2	-3,7	2,2	2,5	1,7	27,3	106,9 ²
Malaysia	-3,2	-5,8	-5,5	-0,5	-3,1	-2,6	35,3	43,8
Thailandia	-3,3	-2,2	-2,4	-9,4	-1,8	-1,1	16,3	57,5
America latina ¹	-3,4	-2,5	-3,0	0,0	0,6	0,1	29,3	35,3
Argentina	-2,9	-2,7	-3,3	0,0	1,1	0,5	35,2	52,6
Brasile	-6,9	-3,2	-3,7	2,3	1,9	1,9	33,3	53,3
Cile	-1,5	0,1	-0,3	-1,1	0,6	0,2	16,7	15,6
Colombia	-6,0	-6,1	-6,0	-2,5	-2,2	-1,9	14,4	43,4
Messico	-1,1	-1,1	-0,7	2,5	2,6	2,6	26,6	20,4
Perù	-3,1	-2,7	-2,8	-1,0	-0,5	-0,6	45,2	35,9 ²
Venezuela	-2,6	-1,7	-4,0	0,1	0,8	-1,1	33,8	25,7
Europa centrale ¹	-2,6	-2,9	-3,9	-1,2	0,5	-0,9	43,2	36,1
Polonia	-2,0	-2,2	-4,5	1,0	0,4	-1,6	47,8	39,0 ²
Repubblica ceca	-2,9	-3,5	-4,5	-1,8	-2,3	-3,3	10,3	16,1 ²
Ungheria	-3,0	-2,8	-2,8	-3,0	3,3	2,1	71,5	53,2
Russia	-1,2	2,5	3,0	1,9	4,7	5,3	48,1	64,0 ²
Sudafrica	-2,3	-1,5	-1,9	2,9	3,5	2,8	45,2	42,8

Nota: nel raffrontare i dati dei vari paesi va tenuto conto del fatto che le definizioni nazionali del settore pubblico non sono omogenee; per Hong Kong SAR e Indonesia, esercizio finanziario; per India, unicamente governo federale.

¹ Media semplice. ² 2000.

Fonti: FMI; IIF; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella III.8

deterioramento effettivo dei conti pubblici è stato finora contenuto. Va però notato che, nell'eventualità di un inasprimento della politica monetaria, gli oneri del servizio del debito aumenterebbero nuovamente.

In America latina diverse economie che si avvalgono del finanziamento esterno hanno dovuto tagliare la spesa pubblica per far fronte al minor gettito e agli accresciuti oneri per il servizio del debito. In alcuni paesi una struttura fiscale fortemente imperniata sulla tassazione delle materie prime ha accentuato il calo delle entrate e, quindi, l'esigenza di ridurre le spese. In altri, la sensibilità degli investitori nei riguardi della disciplina fiscale ha impedito ai governi di consentire il funzionamento degli stabilizzatori automatici. Ad esempio, il Messico ha reagito alla forte diminuzione dei proventi petroliferi e ai minori incassi statali riducendo la spesa pubblica, così da mantenere un rapporto disavanzo/PIL non superiore all'1%. Analogamente, il Brasile ha assunto iniziative per conseguire un avanzo primario del settore pubblico

Politica fiscale più
restrittiva in
America latina ...

allargato superiore all'obiettivo (3,7% del PIL, contro il 3,3% a fine 2001) e contenere il deficit complessivo entro il 4% del PIL. Soltanto il Cile è stato in grado di allentare la politica fiscale lo scorso anno, in virtù della bassa incidenza del debito pubblico e del mantenimento di un avanzo strutturale entro la fascia obiettivo.

... tranne in Cile

La Polonia ha attuato una politica fiscale espansiva. Nel 2001 il disavanzo delle amministrazioni centrali è salito al 4½% del PIL, di riflesso al calo delle entrate e a un ritmo di crescita delle spese superiore al previsto. Al fine di contenere lo squilibrio, il bilancio per il 2002 è stato improntato alla neutralità ciclica. In Ungheria l'invarianza del deficit di bilancio si è accompagnata a un marcato incremento delle spese straordinarie. Anche nella Repubblica ceca le misure di stimolo fiscale hanno svolto un ruolo importante nel trainare la domanda. L'avanzo di bilancio della Russia è aumentato al 3% del prodotto, grazie a una combinazione di vincoli di spesa e riforme tributarie, che prevedono tra l'altro un abbassamento delle aliquote per le imprese e l'introduzione di una nuova imposta unificata sulle risorse naturali.

Forte allentamento fiscale nell'Europa emergente

Le crisi in Turchia e in Argentina

Negli anni recenti sia la Turchia che l'Argentina hanno mutuato ingenti fondi sui mercati internazionali: il loro debito esterno complessivo ammontava a fine 2001 a \$264 miliardi, contro i \$193 miliardi nel 1996. Di conseguenza, le crisi in questi due paesi avrebbero potuto facilmente avere un impatto di più vasta portata sul finanziamento ai mercati emergenti. Esse sono state invece percepite a livello internazionale come eventi di natura essenzialmente interna, e gli effetti di contagio sui mercati più in generale sono stati sinora modesti (Capitolo V). Nondimeno, la crisi in Argentina potrebbe ancora condizionare i futuri investimenti delle banche internazionali nei mercati emergenti, stanti le perdite subite dalle loro affiliate operanti nel paese.

Le crisi turca e argentina sono essenzialmente di natura endogena

Turchia

Durante gli anni novanta l'economia turca ha fatto registrare una crescita relativamente sostenuta, ancorché irregolare, accompagnata da ampi disavanzi pubblici, un'inflazione elevata e periodici gravi squilibri di parte corrente. Il paese è riuscito in genere a superare rapidamente queste crisi in virtù del suo grado di apertura, di un settore privato dinamico e dell'alto saggio di risparmio delle famiglie. Nel corso del tempo, tuttavia, la quota di capitali affluiti al settore statale per il tramite del sistema bancario è andata aumentando e, con essa, l'incidenza del debito pubblico nei portafogli delle banche interne.

Nonostante la crescita elevata, negli anni novanta si accumulano i problemi

Nel 2000, in presenza di un netto aumento dei disavanzi di bilancio e del conto corrente, nonché di un debito estero a breve balzato al 130% delle riserve ufficiali, i tassi d'interesse sono divenuti assai volatili. Anche il valore di mercato dei titoli di Stato nei portafogli delle banche ha cominciato a fluttuare ampiamente. Dato che la base patrimoniale del sistema bancario era troppo debole per assorbire tali variazioni, le aspettative che il governo potesse essere obbligato a soccorrere le istituzioni in difficoltà hanno acuito le pressioni sul cambio, che stava oscillando entro una banda ristretta

La crisi del settore bancario innesca una crisi valutaria

nell'ambito di un regime di crawling peg. Nel febbraio 2001 i contrasti politici sorti intorno alle iniziative per la lotta alla corruzione nel settore bancario hanno causato un crollo nella fiducia degli investitori, e le autorità sono state costrette a lasciar fluttuare la lira. Il cambio ha perso di colpo il 45% nei confronti del dollaro, e il deprezzamento si è riversato sui prezzi al consumo con estrema rapidità.

Il programma di stabilizzazione non ripristina la fiducia

L'annuncio di un vasto pacchetto di misure nell'aprile 2001 non è servito a ripristinare la fiducia del mercato, benché vi fossero indicazioni che le grandezze monetarie e di bilancio procedevano secondo le linee prestabilite. Il persistere di elevati tassi d'interesse interni (fino al 40% in termini reali) era non solo il sintomo della mancanza di fiducia, ma anche il più grosso ostacolo alla sostenibilità delle finanze pubbliche. A ciò si è aggiunto il deterioramento del contesto economico mondiale. Nondimeno, sono cominciate ad affiorare anche talune tendenze positive, come la ripresa delle esportazioni e il ritorno in attivo della bilancia corrente; inoltre, grandi banche a partecipazione statale sono state ricapitalizzate e collocate sul mercato, mentre 13 istituti bancari di medie dimensioni sono stati venduti o liquidati.

Dopo l'11 settembre emergono problemi di sostenibilità del debito ...

Dopo gli eventi dell'11 settembre la lira ha subito nuove pressioni e i tassi d'interesse hanno ripreso ad aumentare. Considerato che l'80% circa dello stock di debito pubblico interno è indicizzato ai tassi a breve o al tasso di cambio, e poiché nel 2002 era previsto un incremento nei rimborsi di titoli di Stato, vi erano fondati timori circa la sostenibilità del debito. Le difficoltà di accesso ai mercati internazionali dei capitali sono state aggravate dalle magre prospettive inerenti alle privatizzazioni e agli investimenti diretti esteri. Le autorità hanno comunque mantenuto un orientamento fiscale molto restrittivo, procedendo risolutamente nelle riforme del settore pubblico. Queste iniziative hanno ampliato le opportunità di un sostegno finanziario aggiuntivo da parte del FMI e migliorato il clima di fiducia. A metà aprile 2002 la lira aveva riguadagnato il 30% rispetto ai minimi di metà ottobre, e il tasso d'interesse sul titolo nazionale di riferimento era sceso di oltre 20 punti percentuali. Certo, le pressioni inflazionistiche rimanevano elevate, ma si andavano quantomeno allentando. I minori tassi d'interesse interni e l'apprezzamento della valuta hanno cominciato a loro volta a influire positivamente sulla dinamica del debito. Nel primo trimestre 2002 la Turchia è stata così in grado di fare ritorno ai mercati internazionali dei titoli di debito, riuscendo a collocare prestiti sovrani per circa \$1½ miliardi a spreads decrescenti, compresi fra 550 e 700 punti base.

... ma il rigoroso programma di risanamento contribuisce a migliorare il clima di mercato

Tuttavia la ripresa non sembra ancora imminente

Nonostante queste tendenze positive, nel primo trimestre di quest'anno la produzione industriale e la domanda interna hanno continuato a ristagnare sullo sfondo delle persistenti difficoltà finanziarie del settore societario. Le perplessità sui tempi del programma di ricapitalizzazione delle banche private – fondamentale per il rilancio del credito bancario al settore privato – e il rapido apprezzamento del cambio reale mettono ulteriormente in pericolo la ripresa.

In sintesi, la crisi turca ha indubbiamente avuto origine interna. Le risposte di parte ufficiale e il modo stesso in cui la crisi si è evoluta finora confermano taluni degli insegnamenti tratti dalla recente crisi asiatica, e in particolare l'importanza di assumere decisioni rapide in materia di ristrutturazioni

bancarie, di sollecitare con forza la correzione degli squilibri nell'economia reale (comprese, nel caso della Turchia, le grandi aziende a partecipazione statale) e di impegnarsi nell'adempimento delle obbligazioni finanziarie connesse con il debito pubblico. Al tempo stesso, l'esperienza della Turchia dimostra quanto difficile sia ristabilire la fiducia e riprendere il sentiero della crescita in un contesto di fragilità del settore bancario, di radicati disavanzi di bilancio e di sfavorevole congiuntura mondiale.

Argentina

L'Argentina aveva iniziato il 2001 con un'economia già da tempo in fase di recessione. I deboli prezzi delle materie prime sul finire degli anni novanta e l'apprezzamento del cambio reale, dovuto alla svalutazione del peso brasiliano nel 1999 e alla costante ascesa del dollaro USA, hanno compresso la redditività dei settori esposti alla concorrenza internazionale e frenato gli investimenti. In un regime di parità fisse, il tasso di cambio reale avrebbe potuto aggiustarsi solo in presenza di un calo dei costi unitari della manodopera, ma ciò è stato ostacolato dalle rigidità presenti sul mercato del lavoro.

Nell'aprile 2001 le autorità hanno cercato di stimolare la crescita limitando al tempo stesso il disavanzo pubblico. Si prevedeva che nuovi investimenti delle imprese avrebbero fatto seguito alle iniziative assunte per accrescere la liquidità del sistema bancario, a una riduzione dei dazi sulle importazioni di beni strumentali e a un innalzamento di quelli sui beni di consumo. Sul versante fiscale, al fine di incrementare il gettito era stata introdotta un'imposta sulle transazioni finanziarie. Tuttavia, queste misure non sono riuscite ad arrestare il deterioramento dell'economia. La mancanza di chiarezza circa l'attuazione delle scelte di politica economica e i conflitti fra le varie istanze decisionali hanno deteriorato la fiducia del mercato, spingendo gli spreads obbligazionari oltre i 1 000 punti base. Gli investitori hanno dubitato in particolare della portata dell'aggiustamento fiscale, dato che sulle amministrazioni locali non incombeva l'obbligo di ridurre la spesa. Inoltre, l'allentamento della disciplina della riserva obbligatoria (che ha consentito alle banche commerciali di depositare all'estero una quota minore di riserve e di impiegare titoli di Stato per l'assolvimento degli obblighi), benché destinato ad aumentare la liquidità, ha di fatto minato la credibilità del regime di currency board e ridotto la capacità delle banche di attrarre nuovi fondi dall'estero.

Poste esse stesse di fronte a una difficile situazione di liquidità, nel giugno 2001 le autorità hanno scambiato \$30 miliardi circa di debito estero in scadenza con titoli a più lungo termine. L'operazione è stata molto costosa (alcune delle nuove obbligazioni offrivano rendimenti prossimi al 16%) e ha pertanto appesantito notevolmente il futuro onere debitorio. Di conseguenza, verso la fine di luglio l'esecutivo ha annunciato un programma di "disavanzo zero", che imponeva a tutti i livelli dell'amministrazione di contenere la spesa per il resto dell'anno entro i limiti del gettito effettivamente introitato. Tuttavia, poiché l'attività economica e le entrate fiscali seguitavano a contrarsi, in luglio e agosto le famiglie hanno cominciato a ritirare i depositi bancari. Le riserve valutarie sono calate bruscamente, e sui mercati sono comparse aspettative di scenari più turbolenti per la soluzione della crisi.

Shock esterni e rigidità dei salari pregiudicano la competitività ...

... e falliscono le iniziative intraprese nei primi mesi del 2001 per ristabilire la crescita

Allorché i problemi di liquidità evocano lo spettro della crisi ...

... e le nuove misure non riescono a porre rimedio ...

Il ridimensionamento dei flussi di capitali privati alle economie emergenti susseguito agli eventi dell'11 settembre ha spinto il governo a correre ulteriormente ai ripari, ristrutturando \$41 miliardi circa di titoli pubblici detenuti da banche locali, fondi pensione e amministrazioni periferiche. Peraltro, con la difficile rinegoziazione del debito estero ancora da avviare, la sfavorevole congiuntura interna e la rapida contrazione del gettito, negli ultimi giorni di novembre lo spread obbligazionario ha superato i 3 000 punti base. Un'accelerazione della "corsa agli sportelli" ha indotto le autorità a introdurre restrizioni sui prelievi e sull'espatrio di fondi. A fine dicembre l'esecutivo ha altresì sospeso i pagamenti sul debito estero e, agli inizi di gennaio 2002, ha abbandonato il regime di currency board, annunciando l'istituzione in un primo tempo di un doppio mercato dei cambi e, successivamente, di un sistema di libera fluttuazione. Tuttavia, nulla è stato fatto per stabilire un ancoraggio interno che limitasse la dinamica dell'inflazione e del cambio. I rigidi controlli sui trasferimenti di fondi hanno in realtà abolito la convertibilità della moneta nazionale. Per giunta, tutti i depositi e le passività in dollari nei bilanci bancari sono stati convertiti in pesos, ma a tassi di cambio diversi da quelli di mercato.

... la crisi scoppia con violenza inaudita

Queste manovre correttive hanno imposto un gravoso onere sulle banche argentine e sulla loro clientela, gettando il sistema bancario e l'intera economia in una crisi ancor più profonda. Il differenziale sulle obbligazioni argentine si è situato intorno ai 4 000 punti base dalla fine di dicembre. Dopo l'annuncio della libera fluttuazione della moneta, il peso ha perso oltre il 70% rispetto al dollaro. Secondo recenti proiezioni, l'inflazione potrebbe superare il 50% nel 2002, dopo tre anni di deflazione. Il PIL reale è calato del 4½% nel 2001, e le stime attuali prevedono un'ulteriore flessione del 10-15% per l'anno in corso. Nel 2001 il rigoroso contenimento delle importazioni ha ridotto il disavanzo di parte corrente, ma il deficit pubblico è aumentato nonostante i tagli alla spesa. Il bilancio di previsione per il 2002 conferma la riduzione degli stipendi e delle pensioni nel settore pubblico annunciata lo scorso anno, limita gli incrementi di spesa unicamente all'assistenza ai meno abbienti e fissa il rapporto fra disavanzo e PIL all'1% circa.

Le ragioni di fondo della crisi

In considerazione del buon andamento dell'economia e della resistenza agli shock nel periodo 1991-97, nonché di un solido sistema bancario a prevalente partecipazione estera, la gravità della situazione argentina ha colto di sorpresa non pochi osservatori. Vale senz'altro la pena esplorare le ragioni di un siffatto risultato. Alcune delle principali debolezze dell'economia argentina sono ben note da tempo.

Un'economia chiusa e fortemente indebitata ...

In primo luogo, l'economia argentina è a un tempo molto chiusa e fortemente indebitata. In termini di incidenza sul PIL, le esportazioni di merci ammontavano nel 2001 ad appena il 10% e il debito estero totale al 55%; un ulteriore 26% era rappresentato inoltre da titoli di Stato, per lo più in dollari USA, nei portafogli di residenti. Nel 2001 la combinazione di bassi proventi da esportazioni e di un elevato debito estero ha fatto lievitare gli oneri sul servizio di quest'ultimo all'83% delle entrate di parte corrente. Il debito estero totale era pari al 400% circa delle esportazioni di beni e servizi, un livello eccezionalmente alto che evidenziava il rischio di una grave crisi nel

finanziamento esterno del paese. Per giunta, il rapporto fra passività esterne a breve e riserve in valuta risultava estremamente elevato, situandosi al 115% circa a fine 2000. Anche se in Argentina tali indicatori di debito non sono mai stati particolarmente favorevoli, essi sono tutti aumentati sensibilmente dalla metà degli anni novanta. Ad esempio, l'indebitamento estero totale è cresciuto del 15% in rapporto al PIL tra il 1996 e il 2001, il servizio totale del debito in relazione alle esportazioni di beni e servizi è quasi raddoppiato e l'indebitamento delle amministrazioni centrali è salito dal 35% del prodotto nel 1996 al 53% nel 2001.

In secondo luogo, alle cospicue passività sull'interno in dollari USA nei bilanci dei settori pubblico e privato faceva riscontro solo un esiguo ammontare di attività che generano flussi di cassa in tale valuta. Questo sbilancio valutario era occultato da clausole di convertibilità che facevano sembrare equivalenti la moneta argentina e quella statunitense. Tuttavia, l'economia argentina era in realtà estremamente vulnerabile a qualunque sospensione dei finanziamenti esterni e, in particolare, alla svalutazione del tasso di cambio.

Al venir meno del finanziamento esterno (quello privato nel terzo trimestre 2001 e quello ufficiale nel quarto), le aspettative di un'ingente svalutazione hanno subito fatto apparire in un'altra dimensione il servizio del debito e lo squilibrio dei conti pubblici, suscitando timori circa una possibile insolvenza. Tali timori hanno altresì determinato un peggioramento della presunta qualità dei bilanci societari e, di conseguenza, l'emergere di nuovi impegni eventuali a carico del bilancio statale. Anche la qualità degli attivi bancari si è deteriorata; l'aggravarsi della recessione ha influito negativamente sul rating dei crediti al settore privato, senza contare l'esposizione delle banche in titoli di Stato. Sebbene la banca centrale abbia cercato di limitare la "corsa agli sportelli" (fornendo liquidità alle banche da cui defluivano i depositi e innalzando l'obbligo di riserva per quelle, in gran parte di proprietà estera, a cui essi affluivano), la sua azione è stata chiaramente vincolata dal regime di currency board.

Dopo lo scoppio della crisi, l'annuncio da parte delle autorità di taluni provvedimenti, e la loro modifica a distanza di pochi giorni, hanno accresciuto l'incertezza. Uno di tali provvedimenti riguardava la conversione in pesos dei crediti denominati in dollari a un tasso di cambio di 1 peso per dollaro e dei depositi a un cambio di 1,4 pesos per dollaro, rispetto a un tasso corrente di mercato di circa 2 a 1, salito a oltre 3 pesos per dollaro nel maggio 2002. Questi cambi asimmetrici hanno creato problemi di fronte ai quali le banche e la loro clientela si sono trovate totalmente impreparate. Gli istituti bancari privati erano per lo più economicamente vitali durante il precedente regime di convertibilità; a seconda dell'affidabilità creditizia dei loro clienti, alcuni di essi sarebbero forse stati in grado di sopravvivere persino alla moratoria del debito e alla svalutazione del peso. Le misure annunciate avrebbero però generalmente comportato perdite superiori al capitale proprio di tali banche.

Un'ulteriore misura assai pregiudizievole è stato il congelamento dei depositi. Benché provvedimenti simili fossero stati attivati in via temporanea per arrestare la "corsa agli sportelli" durante precedenti crisi bancarie in

... nonché sbilanci delle posizioni in cambi ...

... hanno reso l'Argentina estremamente dipendente dal finanziamento esterno

La conversione dei contratti bancari ha aggravato la crisi ...

... mentre il blocco dei depositi ha pesato sull'attività economica ...

Argentina e in altri paesi, in questa occasione l'ampiezza e la durata del blocco – taluni depositi non potranno essere rimborsati prima del gennaio 2005 – sono state tali da paralizzare di fatto il sistema interno dei pagamenti. Data l'importanza, soprattutto nel settore terziario, dell'economia sommersa e delle transazioni in contanti, il blocco ha inciso pesantemente sull'attività produttiva. Mentre è difficile discernere l'impatto di tale provvedimento da altri aspetti della crisi bancaria, esso ha indubbiamente accelerato il generale declino della fiducia nel sistema bancario e nell'intera azione di governo. A più lungo termine ciò potrebbe provocare ulteriori deflussi di fondi verso banche all'estero, maggiori costi del credito e dei servizi bancari, nonché un ridotto margine di manovra per l'intermediazione finanziaria.

... e le nuove leggi hanno ulteriormente minato la fiducia

Un danno notevole è provenuto altresì dalle modifiche alla legge fallimentare, che hanno severamente ridimensionato i diritti dei creditori, e dalle incertezze circa l'applicazione della legge della cosiddetta "sovversione economica", che riconduce in sede giudiziaria la negligenza o il cattivo operato dei responsabili della gestione di banche e imprese nell'esercizio delle loro funzioni. Sebbene le controverse disposizioni di entrambe le leggi siano state emendate nel maggio 2002, le perplessità da esse originate avevano già pregiudicato la fiducia di investitori e operatori nell'applicazione dei diritti giuridici basilari.

Impatto della crisi argentina sulle attività delle banche internazionali

L'esperienza argentina potrebbe rendere le banche estere ...

Nel corso dell'ultimo decennio la partecipazione delle banche estere è via via divenuta un elemento centrale nello sviluppo dei sistemi bancari dei paesi emergenti. Esse hanno assunto il ruolo di protagonista in molte economie dell'area, compresa l'Argentina, dove ben oltre la metà delle attività e passività del sistema bancario faceva capo a istituti stranieri. Tale stato di cose, sostenuto peraltro da un efficace regime prudenziale, ha contribuito a rendere il sistema bancario argentino uno dei più solidi dell'America latina. Tuttavia, la moratoria del debito, la forte svalutazione del peso e le incertezze concernenti lo status e la natura dei contratti di deposito e di prestito, nonché i diritti dei creditori, hanno spinto velocemente il sistema bancario argentino sull'orlo del collasso. Ciò solleva una serie di questioni sull'attività futura delle banche a capitale estero nei mercati emergenti.

... più caute riguardo ai sistemi legali e giudiziari ...

Le chiare indicazioni di uno "sganciamento" degli altri mercati latino-americani dall'Argentina, oltre che l'assenza di sintomi di contagio a livello dei depositi bancari in altre economie emergenti, sembrano convalidare l'opinione secondo cui i mercati avrebbero sinora considerato l'Argentina come un caso a sé. Nondimeno, in futuro le banche internazionali potrebbero assumere un atteggiamento più prudente nell'espandere la propria attività in mercati emergenti i cui sistemi politici, legali e giudiziari sono ritenuti inaffidabili. Più in generale, esse potrebbero richiedere alle proprie sussidiarie locali di inasprire gli standard creditizi nei confronti di prenditori sovrani ed enti pubblici appartenenti a tali mercati.

... più propense a diversificare le loro attività ...

Un'altra conseguenza della crisi argentina nel più lungo periodo potrebbe essere che le banche i cui profitti derivano in ampia misura dall'operatività in un determinato mercato o gruppo di mercati emergenti diversifichino i

propri investimenti. Poiché le autorità del paese ospitante potrebbero essere riluttanti o finanziariamente impossibilitate a promuovere interventi di salvataggio a favore di un'importante filiazione estera, esse potrebbero esercitare forti pressioni sulla casa madre a investire nuovi fondi per ricapitalizzare la filiazione stessa. È probabile che le banche estere cerchino di evitare di avere una posizione predominante in un dato paese, poiché la mancata ricapitalizzazione delle proprie affiliate sarebbe interpretata in modo estremamente sconveniente per il paese in questione.

Oltre a ciò, vi è il rischio di una minore propensione delle banche estere a operare nel comparto del dollaro in alcuni mercati emergenti. Fin dalla metà degli anni novanta esse hanno istituito affiliate in molti paesi di quest'area anche nell'intento di limitare le loro esposizioni internazionali ed evitare posizioni in cambi non bilanciate risultanti dai prestiti in valuta estera erogati nel paese di origine. L'esperienza argentina insegna però che qualora la clientela locale disponga, al di fuori dei depositi valutari, di ben poche altre fonti di disponibilità in dollari (ad esempio, proventi da esportazione), le svalutazioni possono danneggiare le banche in maniera altrettanto grave. Le banche a capitale estero potrebbero pertanto adottare per i propri crediti in valuta politiche di prezzo più prudenti, ovvero limitare l'operatività alla moneta locale.

Un pericolo di carattere più generale per le economie emergenti è che gli afflussi di IDE risentano negativamente delle pesanti perdite subite dalle società estere che avevano investito massicciamente in Argentina. Inoltre, stante l'ingente danno economico subito dai piccoli investitori dell'Europa continentale, che detenevano titoli di Stato argentini per un ammontare stimato in \$20 miliardi, le economie emergenti potrebbero incontrare in futuro maggiori difficoltà nel collocare le loro emissioni presso tale categoria di investitori.

... e più riluttanti a concedere prestiti in valuta

Anche altri flussi di capitale potrebbero risentirne

IV. La politica monetaria nei paesi industriali avanzati

Aspetti salienti

Il ciclo della politica monetaria ha subito una svolta lo scorso anno allorché le banche centrali nei paesi industriali avanzati hanno ridotto i tassi d'interesse in risposta al rallentamento globale. Un altro fattore determinante sono stati gli attacchi terroristici negli Stati Uniti, in seguito ai quali le condizioni monetarie sono state ulteriormente allentate a livello mondiale al fine di ristabilire la fiducia dei consumatori e delle imprese. Nella prima parte di quest'anno le prospettive di crescita sono migliorate, inducendo le banche centrali di alcuni paesi ad adottare un orientamento più restrittivo per prevenire l'accumulo di pressioni inflazionistiche.

I primi segni di rallentamento dell'attività economica si sono evidenziati lo scorso anno negli Stati Uniti. Di conseguenza, la Riserva federale è stata la prima ad avviare una manovra distensiva nel gennaio 2001, riducendo in seguito più volte i tassi di fronte all'imprevista intensità della flessione produttiva. Nel primo trimestre 2002 sono emerse indicazioni di un'inversione nel ciclo. Ciò ha posto fine alle misure di allentamento e ha condotto a una valutazione più bilanciata dei rischi in termini di crescita e di inflazione.

Nell'area dell'euro la decelerazione dell'economia reale si è manifestata più tardi che negli Stati Uniti. Dati i perduranti timori circa le spinte inflazionistiche, la BCE ha abbassato i tassi una sola volta nel primo semestre 2001. Con l'intensificarsi dei segnali recessivi e in risposta agli eventi dell'11 settembre, essa ha allentato ulteriormente la politica monetaria nella seconda metà dell'anno. I tassi sono stati mantenuti stabili nella prima parte del 2002, in considerazione delle migliorate prospettive di ripresa, mentre le pressioni inflazionistiche sono rimaste sopite.

In Giappone le condizioni economiche hanno continuato a essere molto deboli. Nell'arco del periodo in esame la Banca del Giappone ha dilatato a più riprese le riserve bancarie. Quale stimolo aggiuntivo essa ha accresciuto gli acquisti in via definitiva di titoli pubblici nazionali. Tuttavia, le riforme strutturali nevralgiche sono rimaste inattuata, e di conseguenza l'economia ha continuato a ristagnare.

Durante gli ultimi dodici mesi i tassi d'interesse sono stati abbassati anche nei paesi con obiettivi di inflazione espliciti, sebbene i tempi e l'ampiezza delle manovre siano variati da paese a paese. Mentre la Banca del Canada ha apportato drastici tagli, la maggiore robustezza della crescita nel Regno Unito, in Australia e in Nuova Zelanda ha limitato la necessità di ridurre i tassi. Nel timore di un acuirsi dell'inflazione, Svezia e Nuova Zelanda sono stati i primi paesi industriali ad aver inasprito le politiche agli inizi del 2002.

La situazione caratterizzata da inflazione modesta e bassi tassi d'interesse nominali nel periodo sotto rassegna è inconsueta rispetto all'esperienza

degli ultimi decenni. Questo nuovo contesto ha ampliato per molti aspetti lo spazio di manovra a disposizione delle banche centrali. Nello stesso tempo, a giudicare da quanto osservato negli anni recenti, esso potrebbe aver alterato in modo insidioso la natura stessa delle sfide che le autorità monetarie sono chiamate ad affrontare. La seconda parte del capitolo approfondisce queste tematiche.

Stati Uniti

La brusca inversione nell'attività economica statunitense tra la fine del 2000 e gli inizi dello scorso anno ha motivato un forte stimolo monetario. Nella prima parte del 2001 la Riserva federale ha abbassato i tassi di 50 punti base per cinque volte di seguito, e due di queste manovre sono state attuate nell'intervallo tra le riunioni ufficiali del Federal Open Market Committee (FOMC). Nondimeno, la crescita del PIL reale si è appiattita nel secondo trimestre 2001, e sono aumentati i timori di un ulteriore calo della spesa per investimenti e di un perdurante decumulo delle scorte. In presenza di un livello basso e stabile dell'inflazione, il FOMC ha votato altre due volte, nelle riunioni di giugno e agosto, a favore di una riduzione del tasso obiettivo sui federal funds. Tuttavia, la dimensione di entrambi i tagli è stata di 25 punti base, anziché dei precedenti 50 punti, forse un segnale del Comitato per preannunciare l'imminente fine del periodo distensivo. In effetti, nella tarda estate erano riscontrabili segni di stabilizzazione in alcuni settori, che confortavano una visione più ottimistica circa la possibilità di evitare un prolungato periodo di crescita al disotto della media.

I tragici eventi dell'11 settembre hanno fugato ogni speranza in una ripresa a breve termine. La risposta delle autorità monetarie agli attacchi terroristici è stata multiforme. In primo luogo, la Riserva federale ha immesso abbondante liquidità attraverso lo sportello del sconto. Nel quadro di tali misure di emergenza il rifinanziamento tramite questo canale è aumentato sensibilmente durante la settimana degli attacchi, riportandosi su livelli più normali verso la fine di settembre. In secondo luogo, la Riserva federale ha concordato o rinnovato linee di swap con talune banche centrali estere per attenuare il pericolo di una stretta globale della liquidità; solo nel caso della BCE queste linee sono state attivate. In terzo luogo, di fronte al nuovo contesto di acuita incertezza e di fragile fiducia dei consumatori e degli investitori, il FOMC ha ridotto di 50 punti base il tasso obiettivo. Il taglio è stato fatto coincidere con la riapertura dei mercati azionari di New York il 17 settembre (Capitolo VI). Le precedenti riduzioni dei tassi, insieme all'abbondante offerta di liquidità all'indomani degli attacchi terroristici, hanno contribuito a mantenere elevato il ritmo di crescita degli aggregati monetari ampi.

Nella riunione di inizio ottobre il FOMC ha rinforzato le sue manovre precedenti apportando un ulteriore taglio di 1/2 punto percentuale, in quanto cresceva il timore che il rallentamento mondiale potesse retroagire sull'economia USA. Poiché le pressioni inflazionistiche davano segni di cedimento e molti indicatori segnalavano una persistente debolezza dell'economia, il FOMC ha abbassato i tassi altre due volte prima della fine dell'anno.

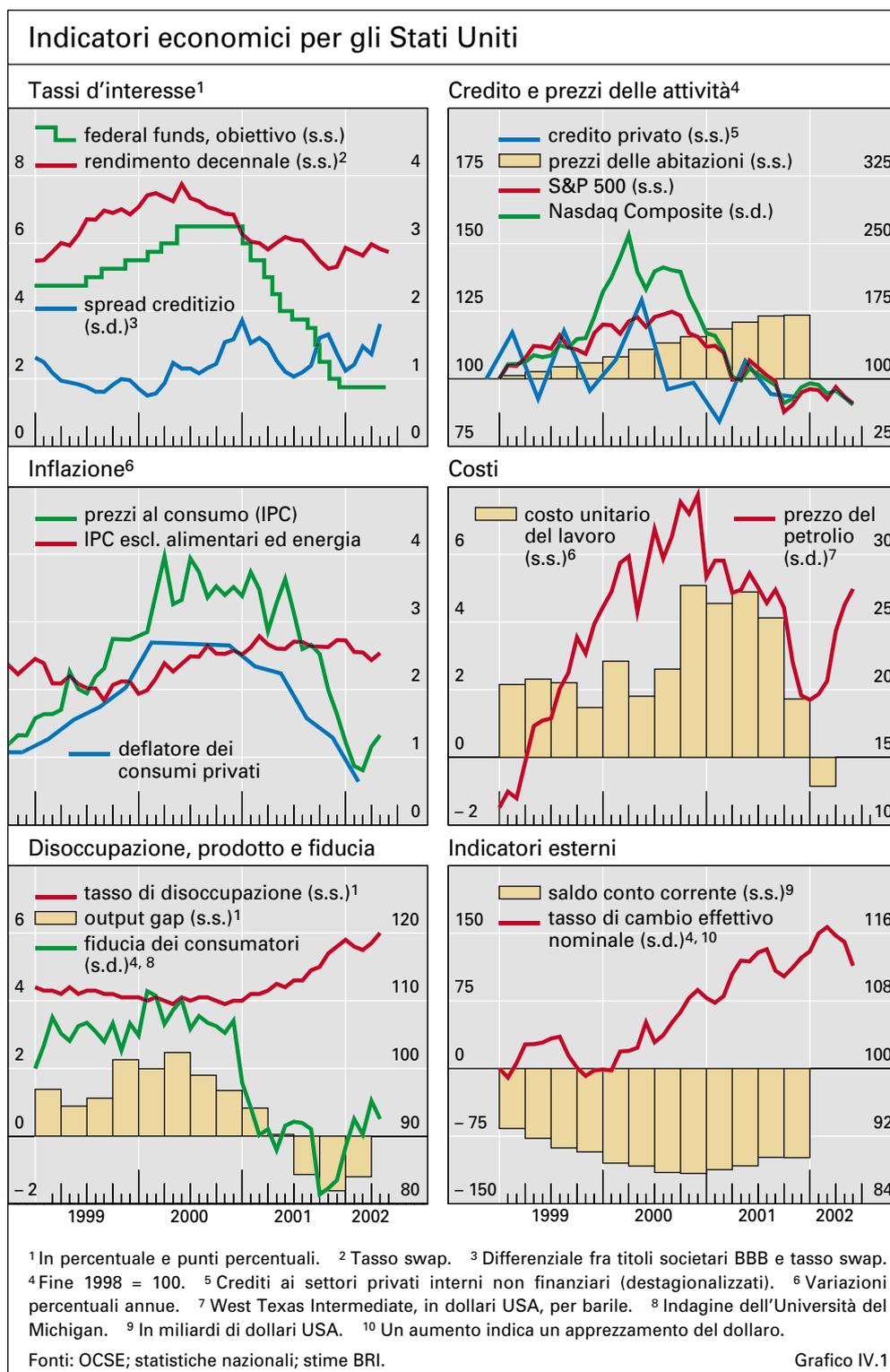
Drastico allentamento monetario indotto dalla brusca decelerazione economica

Ulteriori manovre espansive dopo gli attacchi terroristici ...

... e nei mesi successivi del 2001, data la perdurante debolezza dell'economia

Nonostante
cospicue riduzioni
dei tassi ...

Le iniziative prese dal FOMC in questa fase distensiva non hanno precedenti. Il tasso obiettivo sui federal funds è stato ridotto 11 volte nel 2001, per complessivi 4,75 punti percentuali, e nella prima parte del 2002 è stato mantenuto al livello insolitamente basso dell'1,75%. Mentre le mutate circostanze, cui si è accennato in precedenza, erano sufficienti a giustificare un significativo allentamento monetario, va notato che l'economia USA aveva iniziato il 2001 con tassi reali a breve, misurati ex post, relativamente alti.



Inoltre, con il trascorrere dell'anno era divenuto sempre più chiaro che l'allentamento complessivo delle condizioni finanziarie era minore di quanto normalmente ci si poteva attendere. Malgrado la considerevole riduzione dei tassi a breve, lo scorso anno il cambio effettivo nominale del dollaro si è apprezzato del 5,4% (grafico IV.1), gli standard creditizi delle banche hanno subito un certo inasprimento e i corsi azionari sono calati ulteriormente, anche se il massiccio allentamento ha probabilmente evitato una flessione molto maggiore. Per contro, i prezzi delle abitazioni hanno continuato a salire sensibilmente, e i consumatori si sono avvalsi della facoltà di rifinanziare i mutui ipotecari per prelevare un ammontare record di fondi con cui alimentare una spesa crescente (Capitolo II).

... le condizioni finanziarie restano tese

Agli inizi del 2002 un'ampia gamma di indicatori aveva cominciato a segnalare un cambiamento di rotta. Permaneva nondimeno un clima di grande incertezza. Di conseguenza, nei primi tre mesi dell'anno la Riserva federale lasciava invariato il suo tasso obiettivo e modificava in marzo la sua valutazione dei rischi nel senso di un indirizzo neutrale. A favore del mantenimento di bassi tassi d'interesse vi era la constatazione che le condizioni finanziarie restavano tese e che gli incrementi di prezzo del petrolio stavano influenzando negativamente sul reddito disponibile. Inoltre, parevano sussistere alcuni degli squilibri presenti prima dell'inizio della fase discendente, con il pericolo che agissero da freno su un'incipiente ripresa. In particolare, gli alti livelli di indebitamento delle famiglie e le esuberanti valutazioni azionarie, specie alla luce delle incerte prospettive dei profitti e delle possibili ricadute del fallimento Enron, potevano rallentare la spesa dei consumatori. Analogamente, al livello delle imprese, l'andamento depresso dei profitti societari, un debito elevato ed eccedenze di capacità produttiva potevano frenare la spesa in investimenti. D'altra parte, una serie di argomentazioni militava a favore di un più rapido ritorno dei tassi ufficiali a livelli normali: il decumulo delle scorte sembrava rallentare; gli effetti delle riduzioni dei tassi e delle imposte non si erano probabilmente ancora esplicitati appieno e permaneva la prospettiva di una più forte crescita della produttività, che aveva contribuito a sostenere la lunga fase espansiva degli anni novanta.

Mantenuti invariati i tassi ufficiali agli inizi del 2002

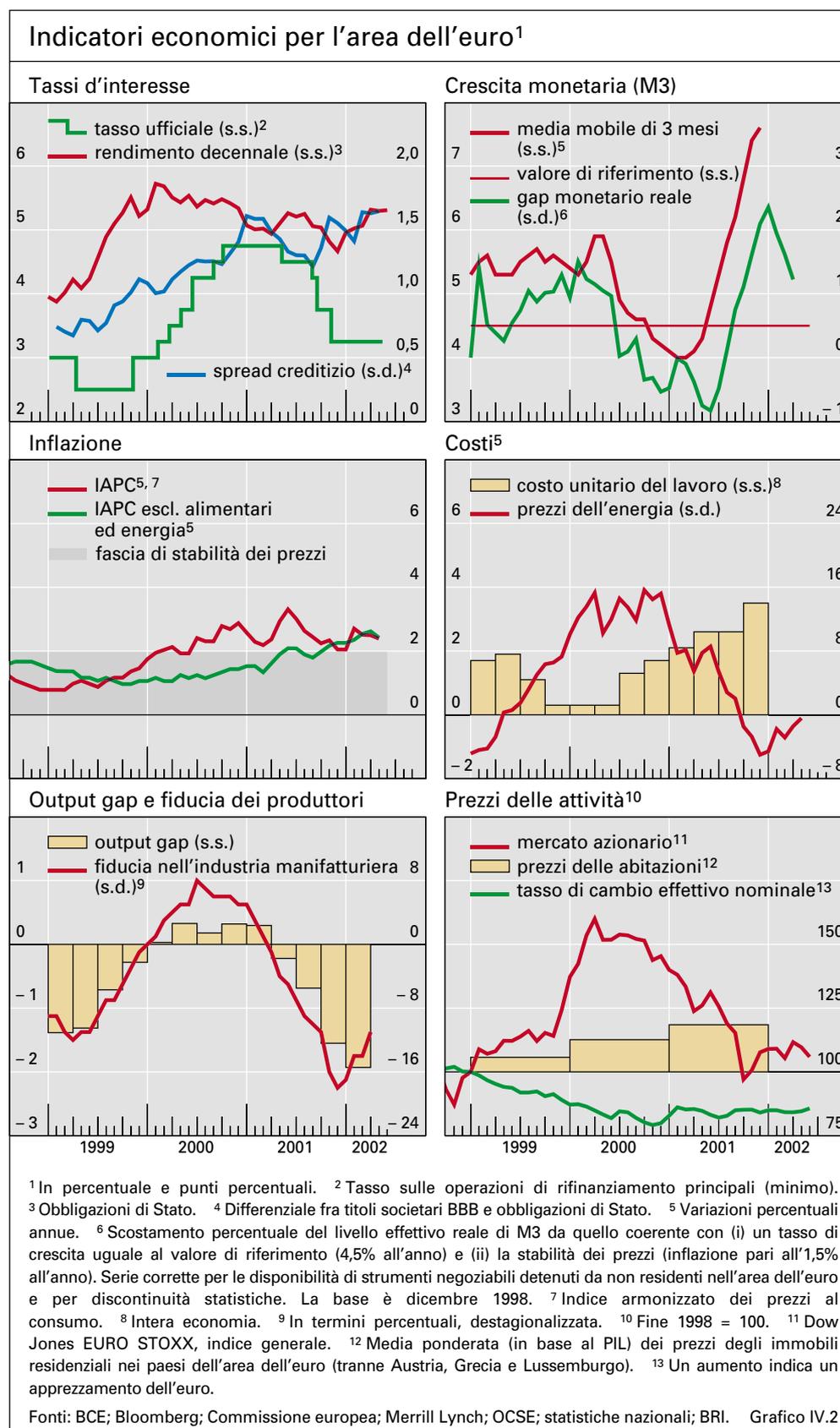
Andava inoltre considerata attentamente la velocità con cui attuare l'inversione di rotta. Da un lato, la rapida successione dei tagli apportati in risposta al deterioramento della situazione sembrava richiedere un inasprimento preventivo altrettanto rapido in caso di aumento delle pressioni inflazionistiche. Dall'altro lato, un inatteso e brusco cambiamento di indirizzo avrebbe potuto causare una iperreaione dei mercati finanziari. In quest'ottica si potrebbe ritenere che, adottando un orientamento bilanciato nella sua riunione di marzo, il FOMC abbia voluto preparare i mercati a un innalzamento dei tassi d'interesse.

Area dell'euro

Nei primi mesi del 2001 la crescita è stata relativamente robusta nell'area dell'euro, e le spinte inflazionistiche sottostanti hanno continuato a essere fonte di preoccupazione per la BCE. Tuttavia, quando le prospettive a medio termine

Preoccupanti spinte inflazionistiche fino a metà 2001

sul fronte dei prezzi hanno cominciato a migliorare, grazie anche alle ridotte pressioni della domanda conseguenti al deterioramento della congiuntura mondiale, la BCE ha deciso di abbassare il tasso guida dal 4,75 al 4,5% in



maggio. I tassi sono rimasti fermi a quota 4,5% durante tutta l'estate poiché l'inflazione rilevata è rimasta ostinatamente al disopra del limite superiore della fascia di stabilità dei prezzi della BCE. Tale andamento rispecchiava in parte precedenti incrementi di prezzo del petrolio e la perdita di valore dell'euro.

Nella riunione di fine agosto, il Consiglio direttivo è giunto alla conclusione che le spinte inflazionistiche stavano finalmente regredendo; un'ulteriore traslazione di precedenti incrementi di prezzo veniva giudicata sempre più improbabile. Per giunta, in larga parte dell'area l'attività economica aveva cominciato a rallentare in modo inaspettatamente forte. Avevano contribuito al deterioramento la debolezza economica degli Stati Uniti e del Giappone, nonché il ritmo più moderato sia dei consumi sia degli investimenti privati. Ciò ha indotto la BCE a ridurre il tasso guida di 25 punti base. La banca centrale ha abbassato nuovamente i tassi subito dopo gli attacchi terroristici negli Stati Uniti, in quanto le prospettive di una ripresa della crescita mondiale erano peggiorate a causa dei pesanti contraccolpi sul clima di fiducia. Analogamente alle autorità monetarie statunitensi e di molti altri paesi, la BCE ha annunciato che avrebbe fornito liquidità per assicurare il normale funzionamento dei mercati finanziari dopo gli attacchi. Fra le misure adottate figura l'introduzione il 12 settembre di aste a tasso fisso per importi indeterminati. In novembre la Banca ha ridotto i tassi per la quarta e ultima volta nel periodo in esame. Questa manovra rispecchiava la valutazione della BCE secondo cui le pressioni inflazionistiche stavano diminuendo a un ritmo soddisfacente nonostante la crescita sempre elevata di M3 (grafico IV.2), attribuita principalmente a spostamenti di portafoglio.

Nella prima parte del 2002 la BCE ha mantenuto stabili i tassi d'interesse in presenza di segnali contrastanti circa le potenziali spinte inflazionistiche. Anche se avevano cominciato a emergere segni di recupero dell'attività economica, fra cui un aumento degli indici di fiducia delle imprese e dei responsabili degli acquisti nel settore manifatturiero, mancavano ancora solidi riscontri a sostegno di una duratura ripresa della crescita. L'introduzione delle banconote e monete in euro all'inizio dell'anno pare aver avuto solo modesti effetti sull'andamento complessivo dei prezzi; ad essa è stata attribuita parte dei rincari nel settore dei servizi. L'aumento in gennaio e febbraio dell'indice generale dei prezzi su base annua è stato ritenuto temporaneo (e attribuito a effetti di base) e non ha quindi giustificato una reazione sul piano monetario.

In aprile il manifestarsi di un'inversione nel ciclo delle scorte e le migliorate condizioni nei mercati finanziari hanno fornito ulteriori indizi positivi di una ripresa della crescita. Nello stesso tempo, gli incrementi di prezzo del petrolio e le contrattazioni salariali in corso hanno rilanciato i timori di un accumulo delle pressioni inflazionistiche. La BCE ha infine deciso nuovamente di mantenere invariati i tassi, in attesa di verificare l'evolversi della situazione.

Giappone

Agli inizi dello scorso anno l'economia giapponese ha subito un ulteriore rallentamento, entrando nella terza e più grave recessione dell'ultimo decennio.

Con il rallentamento della crescita ...

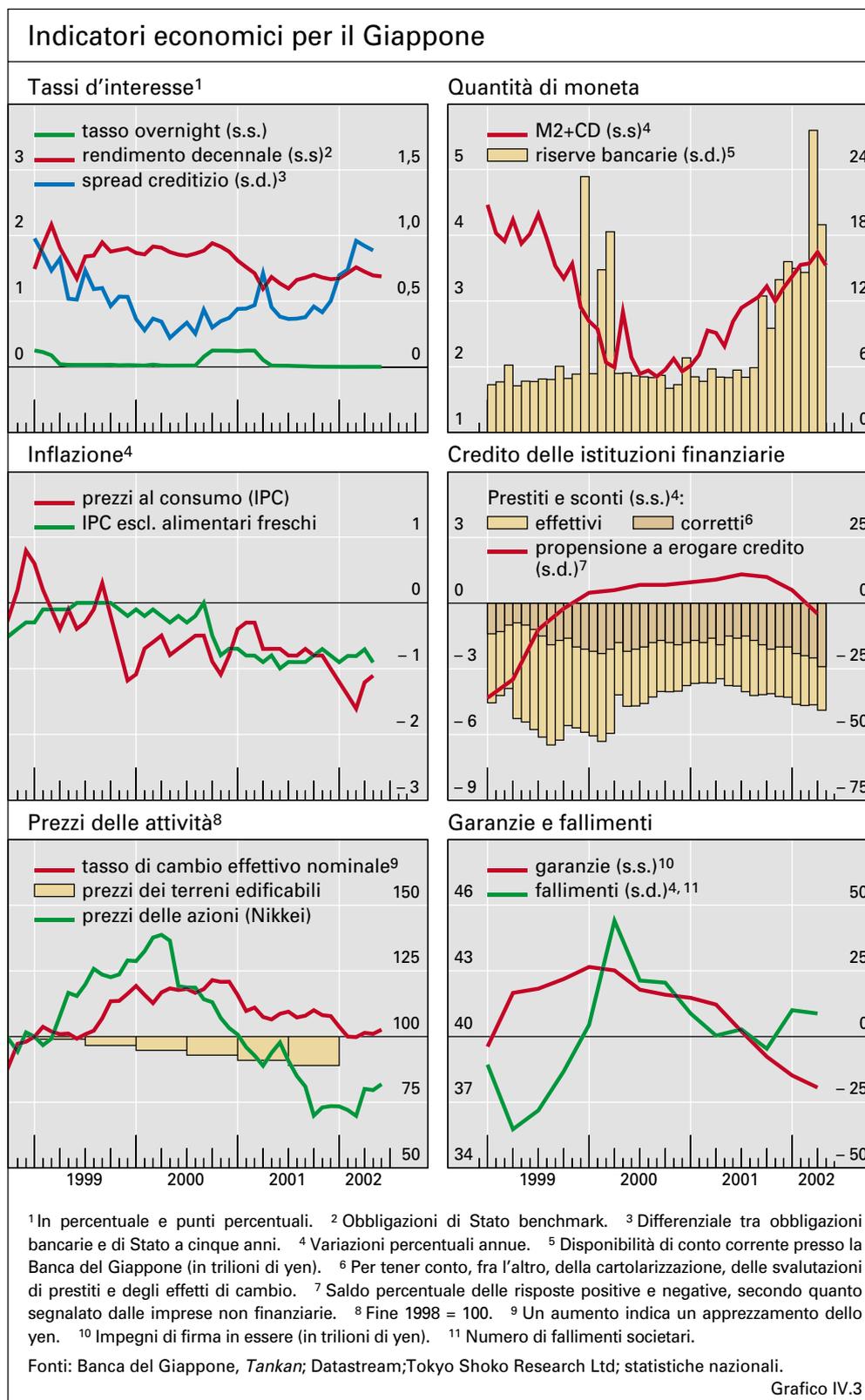
... vengono ridotti i tassi ufficiali

Agli inizi del 2002 l'orientamento monetario resta invariato ...

... anche se riaffiorano timori per l'andamento dell'inflazione

Di fronte al deterioramento delle prospettive economiche ...

La Banca del Giappone ha reagito modificando le procedure operative e introducendo un obiettivo quantitativo per il volume dei saldi di conto corrente delle banche (¥5 trilioni), che avrebbe aumentato significativamente la liquidità nel sistema. La crescita della base monetaria ha segnato una brusca accelerazione, il tasso overnight è rimasto sostanzialmente a zero,



livello in prossimità del quale sono scesi anche i rendimenti per le scadenze meno ravvicinate. Ciò nonostante, l'economia ha continuato a deteriorarsi con il trascorrere dei mesi. I corsi azionari hanno subito un drastico calo a metà anno, e il rallentamento a livello mondiale ha cominciato a incidere pesantemente sulle esportazioni giapponesi. Le autorità monetarie hanno considerato con crescente attenzione la necessità di un ulteriore allentamento e hanno infine innalzato l'obiettivo quantitativo a ¥6 trilioni in agosto. Oltre a ciò, la Banca ha incrementato gli acquisti in via definitiva di titoli di Stato giapponesi.

... le condizioni monetarie vengono allentate a più riprese

Una nuova manovra distensiva è stata attuata in settembre dopo gli attacchi terroristici negli Stati Uniti. Le autorità monetarie temevano che la destabilizzazione dei mercati finanziari potesse compromettere gli effetti positivi delle misure precedenti. La nuova manovra non innalzava esplicitamente il livello dei saldi di conto corrente, ma la Banca del Giappone si dichiarava pronta a fornire abbondante liquidità al mercato anche al di sopra dell'obiettivo. Nello stesso tempo, essa riduceva il saggio di sconto ed estendeva l'accesso alle anticipazioni. Sebbene l'espansione della base monetaria si sia in seguito accelerata, quella della quantità di moneta in senso ampio è rimasta modesta (grafico IV.3). Anche l'indebolimento dello yen nella seconda metà dell'anno, originato forse dalla distensione monetaria, è stato alquanto contenuto. A dicembre il cambio effettivo nominale superava ancora del 20% il livello di metà 1998. Nondimeno, il deprezzamento della valuta nipponica ha avuto alcuni effetti positivi, rispecchiati da un aumento delle esportazioni, dei profitti in taluni settori e del valore in yen degli investimenti all'estero.

Il deprezzamento dello yen arreca un certo sollievo ...

Il deteriorarsi delle condizioni finanziarie verso la fine dell'anno implicava che l'economia avrebbe potuto contrarsi ancora. L'incidenza dei fallimenti era aumentata, i differenziali sulle obbligazioni societarie si erano ampliati e, mentre l'indice dei corsi azionari segnava il passo, i prezzi dei titoli bancari erano scesi considerevolmente in seguito a un accumulo di prestiti in sofferenza. Inoltre, l'attività creditizia delle banche era diminuita ulteriormente, sebbene ciò rispecchiasse anche una più debole domanda di prestiti in seguito alla caduta degli investimenti fissi aziendali e al tentativo delle imprese di ridurre il grado di leva. Questi sviluppi hanno indotto la Banca del Giappone ad adottare un obiettivo esplicito molto più elevato per le riserve bancarie (¥10-15 trilioni), anche se al momento della manovra il loro livello effettivo aveva già raggiunto ¥9 trilioni. Inoltre, la Banca ha ampliato la gamma dei titoli stanziabili per le sue operazioni nell'intento di migliorare il funzionamento del mercato e l'intermediazione.

... ma le condizioni finanziarie generali peggiorano

Con il nuovo anno, il ritmo di deflazione dei prezzi al consumo si è accelerato, e le prospettive economiche sono rimaste incerte, sebbene l'espansione della base monetaria fosse salita a quasi il 30% in ragione annua. Con l'approssimarsi della fine dell'esercizio finanziario, la Banca del Giappone ha prospettato la necessità di fornire ancor maggiore liquidità al mercato. Pertanto, verso la fine di febbraio ha adottato ulteriori misure espansive, tra cui un nuovo innalzamento del livello fissato come obiettivo per le riserve bancarie.

Accelera la deflazione ...

... motivando ulteriori misure distensive ...

Nel porre in atto la sua politica di espansione monetaria, lo scorso anno la banca centrale giapponese non ha cessato di ribadire che il presupposto per

... ma restano indispensabili le riforme strutturali

aumentare la domanda, rilanciare la crescita e frenare la deflazione era il conseguimento di significativi progressi nelle riforme strutturali. In particolare, essa sottolineava l'esigenza di compiere passi avanti nella soluzione del problema sempre più grave dei crediti inesigibili, anche se ciò avrebbe comportato il rischio di fallimenti aziendali. Qualora fossero sorti problemi a livello sistemico, la Banca del Giappone si dichiarava pronta a intervenire in veste di prestatore di ultima istanza. Si riteneva inoltre che la soluzione alternativa della leva fiscale per stimolare la domanda avrebbe incontrato limiti nel crescente livello del debito pubblico. Anche altre opzioni politiche presentavano una serie di svantaggi (si veda oltre).

Paesi con obiettivi di inflazione espliciti

Effetti del rallentamento mondiale su altri paesi industriali

Nel periodo in esame i vari paesi con obiettivi di inflazione espliciti hanno avuto esperienze simili, anche se tutt'altro che identiche. In generale, questi paesi hanno subito un rallentamento congiunturale, dovuto principalmente alla debolezza delle economie maggiori. Con un'inflazione in prossimità dell'obiettivo, è stato possibile allentare le condizioni monetarie nella prima metà del 2001 (grafico IV.4). Nondimeno, sono ravvisabili chiare differenze per quanto concerne l'entità del deterioramento e le prospettive di inflazione. La crescita ha subito una forte contrazione in Canada, inducendo la banca centrale del paese, non molto diversamente da quella statunitense, a ridurre in rapida sequenza i tassi d'interesse. In altri paesi, come Regno Unito, Australia e Nuova Zelanda, l'espansione è rimasta alquanto sostenuta, grazie a una più vivace domanda interna. I tassi sono stati abbassati allorché si è delineata la possibilità di un calo del prodotto al disotto del potenziale. La Banca d'Inghilterra sembrava trovarsi in una posizione particolarmente favorevole per premunirsi contro una brusca decelerazione, in virtù di un'inflazione al disotto dell'obiettivo e della perdurante forza della sterlina. La Svezia costituisce un caso a sé, in quanto la dinamica dei prezzi ha continuato ad accelerare durante tutto lo scorso anno, spingendo la Sveriges Riksbank a inasprire la politica già in luglio.

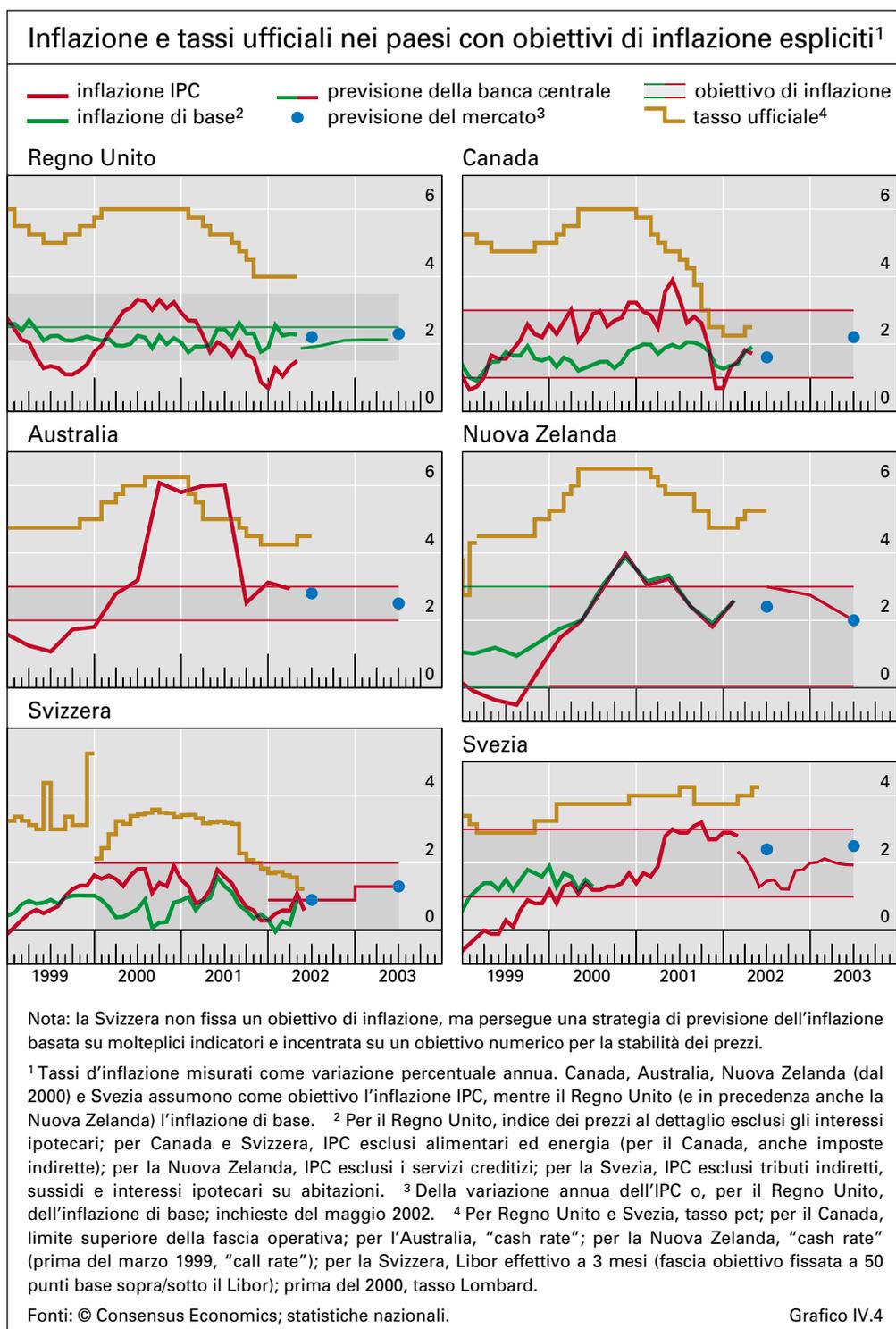
Ne ha risentito maggiormente il Canada ...

... mentre resta robusta la crescita nel Regno Unito e in Australia

Diffuse riduzioni dei tassi dopo gli eventi dell'11 settembre

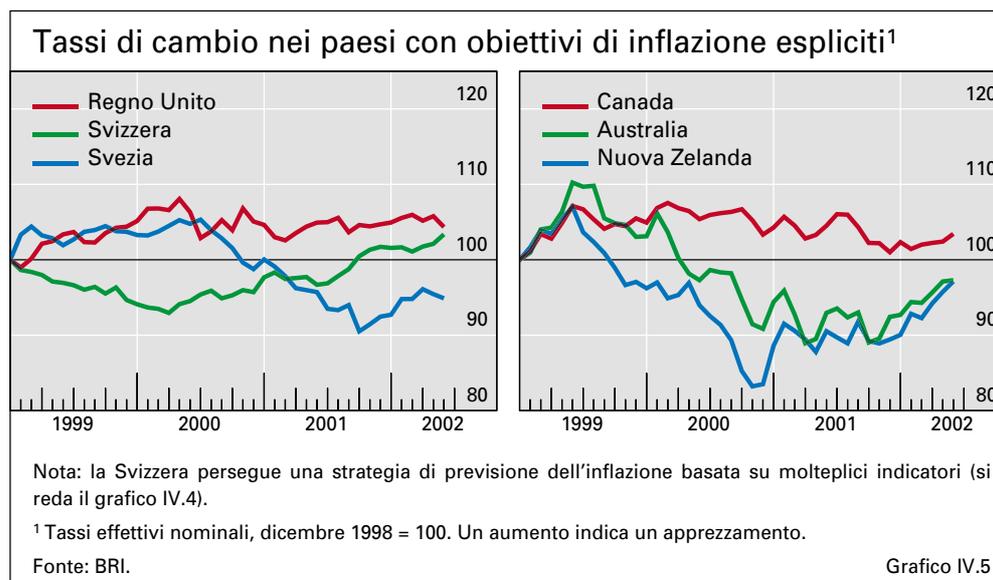
Un'ulteriore diffusa manovra di allentamento monetario è stata posta in atto all'indomani degli attacchi terroristici negli Stati Uniti. La principale preoccupazione delle autorità, così come nelle economie maggiori, era quella di evitare un crollo della fiducia dei consumatori e delle imprese in un momento già contrassegnato da grande incertezza. Una serie di iniziative ufficiali – tra cui riduzioni dei tassi, misure speciali a sostegno della liquidità e accordi di swap con la Riserva federale (già menzionati in precedenza) – è stata decisa nell'intervallo fra le riunioni prefissate. La sola eccezione è rappresentata dalla Reserve Bank dell'Australia, che ha atteso fino agli inizi di ottobre per ridurre i tassi. In seguito, poiché la domanda interna dava in generale segni di indebolimento e l'inflazione di base rimaneva prossima all'obiettivo, nella maggior parte dei paesi con obiettivi di inflazione i tassi ufficiali sono stati abbassati nuovamente verso la fine del 2001.

L'azione di espansione monetaria attuata per stimolare la domanda, in presenza di scarse opportunità esterne, avrebbe potuto creare squilibri



settoriali ovvero aggravare quelli esistenti, specie in quanto non vi era alcuna garanzia che riducendo i tassi d'interesse il cambio si sarebbe deprezzato. Ciò valeva in particolare per il Regno Unito dove, a causa della costante forza della sterlina (grafico IV.5), si erano formati da tempo ampi differenziali di crescita tra i settori orientati al mercato interno e quelli esposti alla concorrenza internazionale. Invero, nel ridurre i tassi di 1,75 punti percentuali, e quindi consentendo che il boom nell'edilizia residenziale proseguisse, la Banca

Si accentuano gli squilibri settoriali



d'Inghilterra ha implicitamente giudicato preferibile una crescita non equilibrata all'assenza di crescita.

Svolta nel ciclo dei
tassi ufficiali

Nei primi due mesi di quest'anno i tassi ufficiali sono rimasti invariati in tutti i paesi con obiettivi di inflazione, ad eccezione del Canada, dove la banca centrale ha ridotto ancora una volta il tasso obiettivo. In marzo, alla luce dei crescenti segnali di una prossima fine della fase contrattiva in queste e in altre economie, l'attenzione ha cominciato ad appuntarsi sulla possibilità di un'inversione nel ciclo della politica monetaria. Le banche centrali di Svezia e Nuova Zelanda sono state le prime a innalzare nuovamente i tassi verso la fine di marzo. In entrambi i paesi le pressioni inflazionistiche si stavano accumulando, e nel caso della Svezia l'inflazione aveva già superato l'obiettivo ufficiale. Anche le banche centrali di Canada e Australia hanno inasprito le condizioni monetarie, rispettivamente in aprile e maggio, innalzando i tassi ufficiali di fronte a una crescita inaspettatamente vigorosa. Per contro, la Banca Nazionale Svizzera ha ridotto il suo tasso obiettivo di $\frac{1}{2}$ punto percentuale agli inizi di maggio, nel timore che l'apprezzamento del franco potesse ostacolare la ripresa economica.

L'inizio di una fase di generale inasprimento ha sollevato interrogativi sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria, date le esistenti posizioni di bilancio. Il debito delle famiglie e delle imprese, specie nel Regno Unito, è salito a livelli eccezionalmente alti; in molti paesi le abitazioni hanno raggiunto valori assai elevati (Capitolo VII); e nel Regno Unito il disavanzo della bilancia corrente si è ampliato. Un netto rialzo dei tassi d'interesse è destinato ad accrescere l'onere del servizio del debito per consumatori e imprese e potrebbe causare un'inversione di tendenza nei prezzi immobiliari.

Sfide più insidiose per la politica monetaria?

I cambiamenti nella
sfera economica ...

Nell'ultimo decennio le economie mondiali sono entrate in una fase di inflazione bassa e relativamente stabile. Il risoluto impegno antinflazionistico

delle banche centrali e la loro accresciuta credibilità hanno verosimilmente avuto un ruolo primario in questa evoluzione. Vi hanno parimenti contribuito le politiche volte a migliorare il potenziale produttivo dell'economia sia nei paesi industriali sia in quelli emergenti.

Sebbene oggi i benefici di questo nuovo contesto siano dati talvolta per scontati, essi non andrebbero mai sottovalutati. In particolare, sono state create le basi per una più sostenuta crescita di lungo periodo e un'economia mondiale più stabile. Sono diminuite le distorsioni allocative associate a un'inflazione alta e variabile. Si è inoltre ampliato considerevolmente lo spazio di manovra a disposizione delle banche centrali; ad esempio, l'accresciuta credibilità ha reso meno probabile il formarsi di costose pressioni dal lato dei salari. Ed è diminuito il pericolo che una ripresa economica sia soffocata sul nascere dagli sforzi delle banche centrali volti a contrastare un'inflazione in rapido aumento.

Nello stesso tempo, come illustrato nelle precedenti sezioni, questo periodo non è stato scevro di difficoltà per le banche centrali. Sulla scia della liberalizzazione finanziaria, un primo diffuso problema riguardava il modo in cui incorporare nel quadro di riferimento della politica monetaria cicli esasperati dei prezzi delle attività, spesso coincidenti con analoghe oscillazioni del credito. Le conseguenze di tali cicli sono state particolarmente pesanti in Giappone e in altri paesi dell'Est asiatico. Un secondo problema, non disgiunto dal primo, originava dall'incertezza riguardo agli eventuali progressi dal lato dell'offerta, compresi quelli collegati all'introduzione delle nuove tecnologie informatiche, uno sviluppo manifestatosi in modo alquanto disomogeneo nei vari paesi. Più di recente, le banche centrali hanno dovuto fronteggiare un imprevisto, forte rallentamento dell'attività economica, causato insolitamente dall'esaurirsi di un boom degli investimenti.

Fatte queste premesse, la trattazione che segue tenta di individuare, sulla base dell'esperienza recente, le sfide specifiche che potrebbero porsi alle banche centrali nell'attuale contesto caratterizzato da bassa inflazione, elevata credibilità dell'impegno antinflazionistico e mercati finanziari liberalizzati. In particolare, essa analizza il modo in cui le dinamiche economiche potrebbero essere cambiate, alterando eventualmente le proprietà dei vari indicatori delle pressioni inflazionistiche e deflazionistiche e influenzando, in modi forse imprevisti, l'impostazione della politica monetaria. Un assunto di base è che, essendo le aspettative maggiormente ancorate a bassi livelli di inflazione, uno squilibrio di fondo tra domanda e offerta potrebbe manifestarsi più lentamente nell'inflazione rilevata. Di conseguenza, la decisione sui tempi e sull'ampiezza di una restrizione durante una fase espansiva potrebbe essere più aleatoria e per certi versi più difficile che in passato. Problemi analoghi sorgono all'atto di decidere un allentamento. Infine, la soglia inferiore zero dei tassi d'interesse nominali comporta difficoltà specifiche per la politica monetaria.

... sollevano
questioni
complesse

Individuare le pressioni inflazionistiche e deflazionistiche

È possibile che gli squilibri di fondo tra domanda e offerta impieghino ora più tempo a rispecchiarsi nell'inflazione rilevata a causa di cambiamenti strutturali nel processo di formazione dei salari e dei prezzi. Anzitutto, la dichiarata

Gli squilibri
potrebbero
affiorare più
lentamente ...

volontà delle banche centrali di tenere sotto controllo l'inflazione e il concomitante aumento della loro credibilità sembrano aver contribuito ad ancorare maggiormente le aspettative a un obiettivo esplicito o implicito di inflazione. Un secondo fattore correlato di cui va tenuto conto è che la traslazione sui prezzi dei movimenti del cambio pare essere diminuita (Capitolo II). In terzo luogo, un'inflazione bassa e stabile riduce l'incentivo per imprese e lavoratori a rivedere prezzi e salari con altrettanta frequenza che in passato, favorendo la diffusione di contratti a lungo termine. Infine, con la globalizzazione sono aumentate le pressioni competitive e si è ridotto il potere di mercato delle imprese. Tutti questi fattori inducono a ritenere che l'inflazione sia oggi più stabile a un basso livello, e che si sia attenuata nel breve periodo la sua reattività a un eccesso di domanda.

... specie durante fasi di boom degli investimenti ...

Paradossalmente, l'individuazione di tali squilibri può risultare ancor più difficile in presenza di guadagni di produttività e di un boom degli investimenti poiché, almeno per un certo tempo, possono innescarsi circoli virtuosi. Un incremento della produttività concorre a moderare l'inflazione; ciò rafforza la credibilità della politica monetaria e imbriglia le aspettative inflazionistiche, contribuendo a tenere bassa l'inflazione. La migliore performance dei prezzi, a sua volta, consente di mantenere bassi i tassi d'interesse e il costo del capitale, facendo salire i profitti e i prezzi delle attività; ciò può favorire un'ulteriore espansione del credito e degli investimenti, producendo guadagni addizionali di produttività. Esempi di una simile interazione virtuosa erano riscontrabili in molti paesi durante l'espansione più recente. La questione chiave sta nel distinguere i guadagni di produttività sostenibili da quelli associati a tassi d'investimento insostenibili e irrealistiche aspettative di profitto.

... modificando il peso relativo dei rischi per i responsabili delle politiche

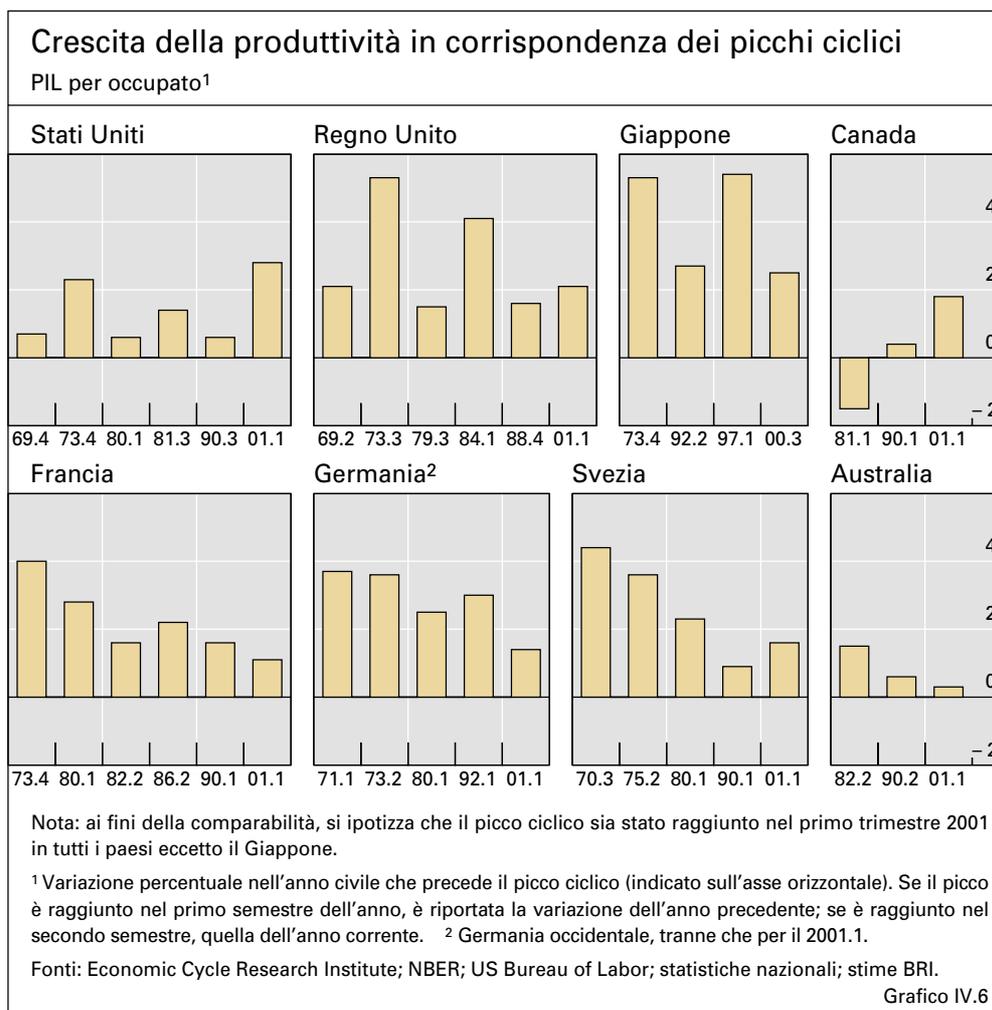
Un'espansione di questo tipo può dar luogo a un insidioso cambiamento nel peso relativo dei rischi cui sono confrontati i responsabili delle politiche. Da un lato, essa potrebbe infine sfociare in un'inflazione conclamata, né più né meno come in passato. Dall'altro lato, e forse con maggior probabilità, l'espansione potrebbe esaurirsi con il calo della domanda e dei profitti prima ancora che si renda necessario un consistente inasprimento per frenare l'ascesa dei prezzi. Dato il basso livello di partenza dell'inflazione, e a seconda della natura e della gravità degli squilibri accumulati durante la fase espansiva, non è neppure esclusa la possibilità di una deflazione.

Le incertezze riguardo agli incrementi di produttività ...

L'effetto congiunto di una risposta attenuata dell'inflazione alle pressioni della domanda e di possibili miglioramenti dal lato dell'offerta può oscurare il contenuto informativo di indicatori comunemente usati come guida per la conduzione della politica monetaria. In tali circostanze, le stime di indicatori tradizionali, come l'output gap, sarebbero soggette a maggiore incertezza. Del pari, potrebbe essere necessario diverso tempo per stabilire con una certa fondatezza se gli incrementi di produttività rilevati sono di natura ciclica o strutturale e se rispecchiano un aumento una tantum del livello di produttività oppure una modifica del suo ritmo di crescita.

... complicano le stime dell'output gap ...

Le implicazioni di queste problematiche per i responsabili delle politiche sono illustrate con molta chiarezza dal dibattito sulla natura e sull'incidenza nei vari paesi dei guadagni di produttività associati all'introduzione di nuove

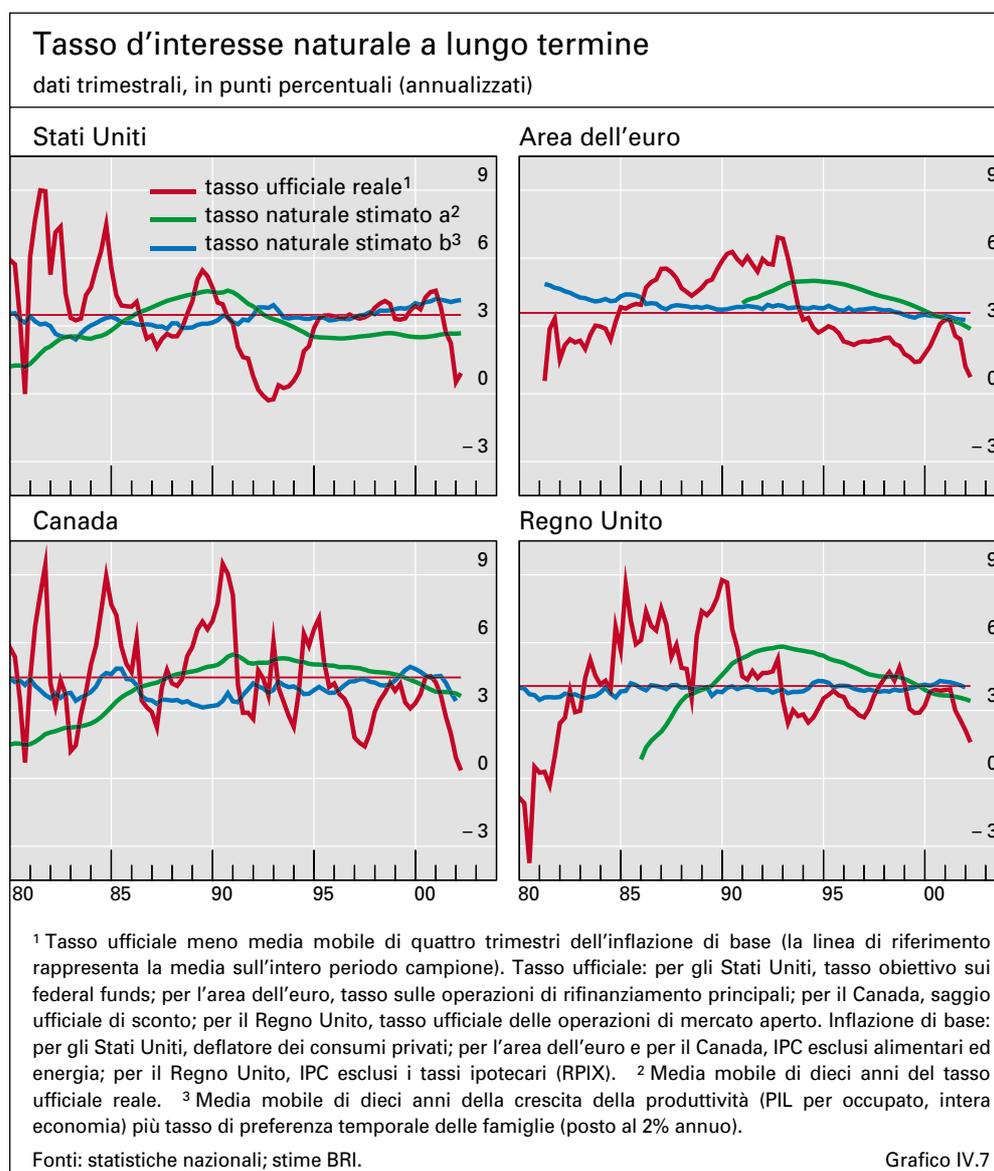


tecnologie informatiche. È occorso parecchio tempo negli Stati Uniti per giungere a un giudizio fondato sulla natura e sostenibilità di tali guadagni, laddove i principali elementi di riscontro erano l'alto tasso di crescita della produttività al picco della fase ciclica, e soprattutto la sua tenuta durante la breve decelerazione (grafico IV.6). Simili incertezze di valutazione sono state incontrate anche altrove. Tuttavia, tranne poche eccezioni, non sono emersi i segni tangibili a lungo attesi di eccezionali incrementi di produttività, nonostante la diffusione in molti paesi delle tecnologie informatiche. Tali valutazioni erano e sono tuttora complicate da fattori metodologici e specificità strutturali a livello di singolo paese. In Europa, ad esempio, le differenze nelle tecniche di rilevazione statistica e le misure a sostegno dell'occupazione possono in parte celare l'andamento di fondo della produttività. Inoltre, l'esperienza delle economie che hanno subito gravi recessioni dopo un prolungato boom trainato dagli investimenti, come il Giappone e altri paesi dell'Est asiatico, suggerisce che le stime della crescita potenziale di lungo periodo potrebbero essere poco attendibili. In quei paesi le valutazioni inizialmente più alte durante il boom sono state drasticamente corrette verso il basso dopo le crisi.

Incertezze analoghe sorgono in merito a un indicatore oggetto di crescente attenzione, ossia il tasso d'interesse naturale, definito comunemente

... e del tasso d'interesse naturale

come il tasso reale a breve compatibile con una crescita sostenibile non inflazionistica. Su questa base, se il tasso effettivo ex ante è inferiore (superiore) al tasso naturale, la politica monetaria è considerata espansiva (restrittiva). Poiché il tasso naturale può oscillare nel corso del ciclo in risposta a vari sviluppi imprevedibili, difficili da individuare con esattezza, può essere più facile stimare il suo valore medio (di lungo periodo), acquisendo così un parametro di riferimento per l'indirizzo della politica monetaria su orizzonti temporali lunghi. Un modo di misurare la media consiste nell'impiegare i dati sull'economia reale, poiché il tasso naturale di lungo periodo dovrebbe variare in funzione dei cambiamenti nella crescita della produttività a lungo termine. Ad esempio, le stime basate su una media mobile degli incrementi di produttività indicano che negli anni novanta il tasso naturale di lungo periodo è salito leggermente negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Canada, ma è calato nell'area dell'euro (grafico IV.7). Questo metodo è tuttavia soggetto alle stesse incertezze che caratterizzano tutte le stime sulla crescita tendenziale della produttività. Un approccio alternativo consiste nell'assumere la media dei



tassi reali a breve osservati ex post. Anche questa metodologia può rivelarsi inaffidabile qualora durante il periodo di riferimento vi siano sistematici scostamenti tra inflazione attesa ed effettiva.

Queste considerazioni suggeriscono che potrebbe essere utile attribuire maggior peso ad altri possibili indicatori del disallineamento di fondo tra domanda e offerta. L'alternativa più ovvia è una stima basata sugli squilibri finanziari. In particolare, l'esperienza dell'ultimo decennio indica che la concomitanza di incrementi insolitamente rapidi del credito e dei prezzi delle attività può segnalare un'espansione economica insostenibile, in quanto tali aumenti tendono ad accompagnarsi a un'attenuata percezione dei rischi e a un'eccessiva formazione di capitale (Capitolo VII). Le conseguenti distorsioni nei bilanci e nelle decisioni di investimento possono a loro volta rendere l'economia più vulnerabile a un rallentamento e condurre a gravi tensioni finanziarie. Ingenti afflussi di capitale e pressioni al rialzo sul cambio sono spesso sintomi concomitanti, come nel caso dei paesi dell'Est asiatico. Anche la rapida crescita di altri aggregati quantitativi, come l'offerta di moneta in senso ampio, può svolgere un ruolo complementare.

Nello stesso tempo, una valutazione complessiva degli squilibri finanziari richiede cautela (Capitolo VII). E ciò in quanto per determinare se l'espansione creditizia e il rialzo dei prezzi delle attività sono "eccessivi", occorre stabilire altresì qual è la loro dinamica sostenibile. L'esperienza del passato può essere utile, ma una valutazione della sostenibilità implica in definitiva una stima della crescita della produttività nel lungo periodo. Inoltre, per ottenere stime fondate degli squilibri finanziari è necessaria un'accurata analisi di un'ampia gamma di fattori. Vi figurano la costellazione dei prezzi delle attività (azioni, immobili commerciali e residenziali), la composizione settoriale del credito e, in ultima analisi, anche la solidità delle istituzioni finanziarie. Infine, il comportamento di singoli elementi può essere determinato anche da fattori non correlati con un eccesso di fondo della domanda. Ad esempio, sebbene il forte aumento del gap monetario reale prodottosi lo scorso anno nell'area dell'euro (grafico IV.2) potesse teoricamente segnalare un significativo accumulo di squilibri monetari, questa particolare evoluzione è in buona parte attribuibile a fattori speciali, tra cui una fuga verso attività liquide dopo gli attacchi terroristici negli Stati Uniti.

Quando decidere un inasprimento

L'assenza di manifeste pressioni inflazionistiche solleva il quesito di come la politica monetaria possa agire in maniera sufficientemente preventiva in un periodo di crescita rapida. Ciò non sarebbe di per sé un problema se la stabilità dell'inflazione avesse accresciuto i margini di manovra monetaria e se nel nuovo contesto gli sfasamenti nel meccanismo di trasmissione si fossero ridotti. Entrambi questi punti sono considerati di seguito.

I miglioramenti dal lato dell'offerta implicano alcune complesse considerazioni sul piano della manovra monetaria. Se vi è un aumento permanente nella crescita della produttività il tasso d'interesse naturale di lungo periodo sale (grafico IV.7). Ceteris paribus, ne consegue che la banca centrale dovrà prima o poi innalzare i tassi d'interesse nominali. Qualora non lo

Utile l'impiego di indicatori degli squilibri finanziari?

Fra le questioni da considerare ...

... i progressi dal lato dell'offerta dell'economia ...

facesse, vi sarebbe il pericolo di alimentare un boom insostenibile. Tuttavia, se l'incremento del prodotto potenziale esercitasse inizialmente considerevoli pressioni al ribasso sui prezzi, potrebbe essere desiderabile ridurre i tassi nel breve periodo. In condizioni simili, non sarebbe facile stabilire i tempi e l'ampiezza appropriati delle variazioni dei tassi, specie laddove vi sia incertezza circa la natura permanente ovvero transitoria del mutato ritmo di crescita della produttività.

... le pressioni sul piano dell'economia politica ...

Anche nel caso in cui le banche centrali siano in grado di individuare prontamente un eccesso di domanda sottostante, considerazioni di economia politica potrebbero rendere difficile un inasprimento in assenza di incrementi effettivi nell'inflazione rilevata. Nonostante il maggior grado di autonomia di cui godono oggi molte banche centrali, queste possono incontrare difficoltà nell'innalzare i tassi se risulta che l'obiettivo dichiarato di politica monetaria – un'inflazione bassa e stabile – è stato di fatto raggiunto.

... e le discrepanze a livello di settori

Inoltre, la decisione di inasprire la politica monetaria potrebbe essere complicata, come in passato, dall'esistenza di ampie differenze negli andamenti dei settori e nella loro reattività alla manovra monetaria. In tale situazione, una linea di condotta unica non sarebbe in grado di soddisfare esigenze settoriali disparate. Ne è un esempio recente la crescita relativamente più rapida del settore tecnologico. Tale settore era evidentemente molto più sensibile ai movimenti dei corsi azionari che non ai tassi d'interesse a lungo termine, a causa di una struttura di finanziamento fortemente incentrata sul capitale azionario. D'altra parte, è prevedibile che i settori a crescita più lenta esercitino pressioni sulle autorità affinché le condizioni monetarie non siano inasprite, come nel Regno Unito in anni recenti.

Talune analogie nelle situazioni affrontate dalle banche centrali giapponese e statunitense ...

Il tipo di questioni da affrontare nel decidere una restrizione monetaria è bene illustrato dall'esperienza del Giappone alla fine degli anni ottanta. La Banca del Giappone riscontrò che la concomitanza di una vigorosa crescita della produttività, forti rialzi dei prezzi delle attività e bassa inflazione rendeva obiettivamente molto difficile una manovra restrittiva nel momento in cui gli squilibri si andavano accumulando. In effetti, la banca centrale fu oggetto di considerevoli pressioni, anche da parte della comunità internazionale, a favore del mantenimento di bassi tassi d'interesse. Nonostante alcune importanti differenze nel contesto di fondo, la Riserva federale si è trovata ad affrontare una situazione analoga durante il ciclo più recente. In questo caso, le autorità sono state del parere che le prospettive di crescita a lungo termine erano migliorate e che il sistema finanziario era fondamentalmente sano. Pertanto, in un primo momento esse si sono astenute dall'inasprire significativamente le condizioni monetarie, apportando più ampi aumenti in seguito, quando il ritmo di espansione era giudicato ormai insostenibile. Ma l'esigenza manifesta di una manovra restrittiva era mitigata dal fatto che l'inflazione si manteneva a livelli relativamente modesti.

... producono reazioni simili ...

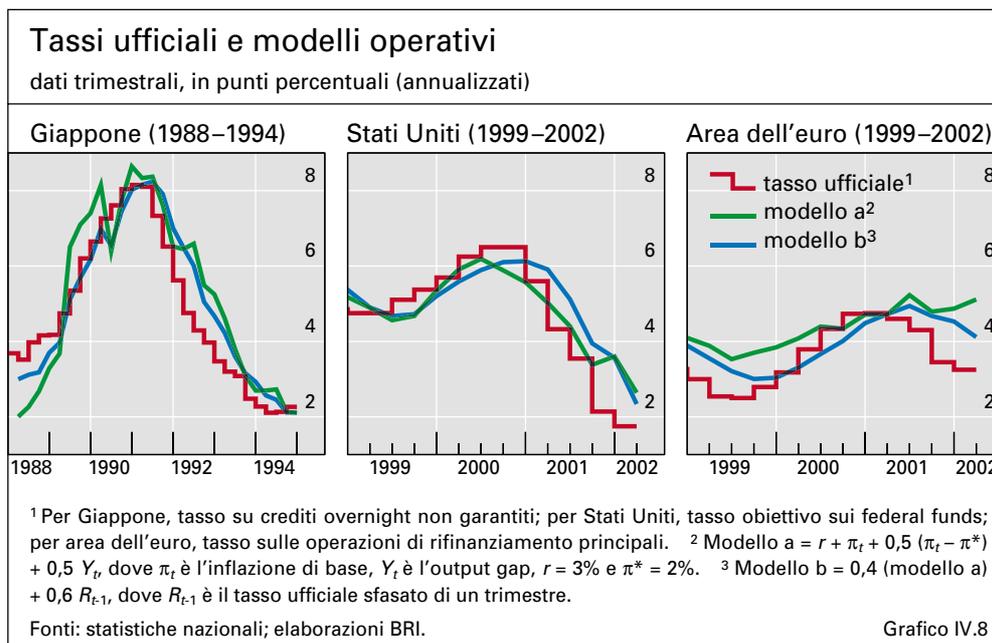
Con il senno del poi, alcuni hanno sostenuto che una precoce manovra restrittiva in Giappone avrebbe permesso di mitigare l'accumulo di capitale non redditizio, l'esposizione delle banche e la successiva contrazione congiunturale. Tuttavia, l'individuare e il porre in atto la giusta linea d'azione in tempo reale è compito ben più arduo. In effetti, i modelli tradizionali basati

sull'output gap e sull'andamento dell'inflazione, comunemente impiegati per descrivere l'orientamento della banca centrale, indicano che l'indirizzo seguito in Giappone non si discostava palesemente dall'esperienza precedente (grafico IV.8). Stime sull'aumento degli squilibri finanziari, e sulle conseguenti distorsioni nelle scelte di investimento, avrebbero potuto essere utili alla formulazione della politica. Nello stesso tempo, la complessità dei giudizi necessari a valutare e affrontare tali squilibri è esemplificata dagli andamenti finora assai meno traumatici negli Stati Uniti (si veda il grafico summenzionato). In questo paese, nonostante politiche grosso modo simili e alcune analogie nelle condizioni di base, la recessione è stata molto più blanda. L'assenza di distorsioni nei prezzi degli immobili commerciali, la dispersione dei rischi attraverso i mercati dei capitali e l'accresciuta solidità del sistema bancario negli Stati Uniti hanno contribuito a una maggiore resilienza di fronte al brusco deterioramento ciclico (Capitolo VII).

... ma esiti diversi

La difficoltà di agire in modo sufficientemente preventivo nel nuovo contesto avrebbe minore rilevanza se, come appare plausibile, fosse ora diminuita la necessità stessa di agire d'anticipo. Anzitutto, nella misura in cui le aspettative inflazionistiche sono ben ancorate, le banche centrali dispongono di più tempo per valutare le condizioni economiche prima di prendere iniziative, senza rischiare con ciò un aumento significativo dell'inflazione. Naturalmente, questo maggiore spazio di manovra esiste fintantoché non vi è un accumulo di squilibri, che potrebbe comportare maggiori costi in seguito. In secondo luogo, gli sfasamenti nella trasmissione degli impulsi monetari alla domanda aggregata potrebbero essersi ridotti con il progresso tecnologico e i cambiamenti intervenuti nei mercati finanziari. Gli elementi a sostegno di questa ipotesi derivano in buona parte dall'esperienza degli Stati Uniti. L'adozione di modelli "just-in-time" per la gestione delle scorte è un esempio di come le decisioni di spesa possano reagire oggi più rapidamente ai cambiamenti nelle condizioni economiche. Inoltre, la più ampia partecipazione

Potrebbe essere diminuita la necessità di agire preventivamente



delle famiglie ai mercati azionari ha probabilmente accresciuto gli effetti di ricchezza sui consumi (Capitolo II).

Quando decidere un allentamento

I problemi nel misurare gli squilibri hanno implicazioni, oltre che per una manovra restrittiva, anche per un allentamento monetario. Inoltre, le decisioni in senso distensivo devono tener conto anche di talune asimmetrie in grado di influenzare le dinamiche economiche.

Asimmetrie
nell'efficacia della
manovra
monetaria

In primo luogo, la natura della precedente fase espansiva può condizionare l'efficacia della politica di allentamento a seconda dell'intensità e del grado di diffusione degli squilibri accumulati durante tale fase. Come indica l'esperienza a partire dai primi anni novanta, uno stock di capitale in eccesso ed eventuali tensioni finanziarie possono rappresentare un ostacolo rilevante. In questi casi, l'efficacia di una manovra distensiva è per lo più limitata a quelle componenti della domanda in cui gli squilibri sono meno pronunciati. Ad esempio, mentre le riduzioni dei tassi non sembrano aver avuto molto effetto nel moderare la forte flessione della spesa per investimenti durante la contrazione ciclica dello scorso anno, i consumi hanno continuato a crescere vigorosamente in quanto le famiglie hanno tratto beneficio dal più basso costo del credito (si veda quanto detto in precedenza, nonché il Capitolo II).

I vincoli derivanti
dallo "zero lower
bound"

Una seconda questione concerne il vincolo posto sui tassi d'interesse nominali dallo "zero lower bound (ZLB)", ossia la soglia inferiore zero. A questo riguardo, si pongono due quesiti. Il primo verte sul modo di condurre la politica monetaria allorché i tassi scendono a livelli ai quali il rischio di toccare lo ZLB non può più essere escluso. Questo aspetto è diventato rilevante lo scorso anno quando i tassi a breve si sono avvicinati ai minimi storici, come negli Stati Uniti. Il secondo quesito riguarda le misure che si possono adottare quando la soglia zero è stata raggiunta, come in Giappone.

I due possibili
approcci sono ...

Vi sono almeno due contrapposti orientamenti su come allentare la politica monetaria quando il vincolo del tasso zero minaccia di diventare operante. Un approccio prevede di ridurre i tassi d'interesse lentamente (ossia, di "modulare" le variazioni dei tassi). Questo metodo più cauto permette di "risparmiare munizioni" nel caso in cui la domanda non sia inizialmente reattiva. L'approccio alternativo punta su una riduzione aggressiva dei tassi nel tentativo di stimolare rapidamente la domanda. Questo tipo di politica reagisce fortemente agli sviluppi correnti e attesi, senza porsi il problema di modulare le variazioni dei tassi nel tempo. L'obiettivo è quello di evitare una fase prolungata di debolezza economica, riducendo la probabilità che lo ZLB diventi vincolante.

... un cauto
gradualismo ...

... o una manovra
aggressiva

Sebbene il gradualismo sia in linea generale una caratteristica auspicabile per una strategia monetaria, una politica più aggressiva può presentare vantaggi qualora vi sia il rischio di raggiungere lo ZLB. In tempi normali, un comportamento inerziale può essere efficace nella misura in cui, rendendo più persistenti le variazioni dei tassi, induce l'opinione pubblica ad attendersi che ogni modifica si protragga più a lungo. Ciò può esercitare un influsso maggiore sui rendimenti a lungo termine, che paiono avere più rilevanza nelle decisioni di spesa in molti paesi (specie in Europa), e nello stesso tempo

promuovere la stabilità finanziaria riducendo la variabilità dei tassi a breve. Tuttavia, quando i tassi ufficiali si stanno avvicinando allo ZLB una risposta più aggressiva, ma controllata, alle condizioni economiche può accrescere l'impatto immediato sulla domanda, anche in virtù degli effetti sul clima di fiducia e sui bilanci delle imprese. Per le stesse ragioni, essa potrebbe limitare di per sé il rischio di raggiungere lo ZLB.

In questo ambito, alle banche centrali vengono comunemente attribuite preferenze diverse. In particolare, la Banca del Giappone è stata talvolta criticata per aver attuato un allentamento troppo cauto dopo il primo forte calo dei prezzi delle attività agli inizi degli anni novanta. La Riserva federale, per contro, è parsa in genere ridurre i tassi in modo molto più aggressivo, sia di recente sia nell'autunno 1998 durante le turbolenze del mercato finanziario. La BCE viene solitamente collocata in una posizione intermedia.

Sebbene esistano certamente differenze di strategia, un esame più formalizzato sulla base di modelli di riferimento indica che esse non vanno sopravvalutate (grafico IV.8). Ove si tenga conto delle dinamiche del prodotto e dell'inflazione, i contrasti tra le politiche delle tre banche centrali risultano meno evidenti, se non altro nel periodo immediatamente successivo alle fasi contrattive considerate. Al tempo stesso, è possibile che le differenze nelle condizioni di fondo alterino i termini del raffronto. Nell'esperienza più recente ha certamente contato la necessità di sostenere la fiducia dopo gli eventi dell'11 settembre 2001.

L'importanza di evitare il vincolo della soglia zero è illustrata dall'esperienza del Giappone, dove la banca centrale ha incontrato notevoli difficoltà nel rilanciare l'economia. Con tassi a breve praticamente nulli, le opzioni disponibili erano fortemente limitate. Un percorso seguito dalla Banca è stato quello di immettere liquidità aggiuntiva nell'economia mediante un'espansione quantitativa delle riserve bancarie. Tuttavia, come si è detto in precedenza, questa politica non sembra aver avuto finora molto successo nell'accrescere la domanda. Una seconda opzione, di cui la Banca del Giappone si è avvalsa più di recente, è consistita nell'incrementare gli acquisti in via definitiva di titoli di Stato nazionali. Anche l'efficacia di questa strategia può ridursi se i tassi a lungo termine sono già molto bassi. La banca centrale potrebbe acquistare altre attività interne, come titoli di debito societari, azioni e beni immobiliari. Ciascuna di queste alternative potrebbe contribuire a rivitalizzare un mercato depresso. Tuttavia, la detenzione di tali attività coinvolgerebbe direttamente la banca centrale nell'intermediazione del rischio di credito, la esporrebbe a perdite finanziarie e, in definitiva, metterebbe in discussione la sua stessa autonomia.

Un'altra possibilità, che è stata al centro dell'attenzione pubblica, è il deprezzamento del cambio come strumento per stimolare l'attività economica. A tal fine, la banca centrale o il governo potrebbero pronunciarsi pubblicamente in favore di una moneta più debole, effettuare massicci interventi o persino ancorare il cambio a un livello più basso. Nondimeno, anche questa alternativa presenta una serie di svantaggi. Sebbene il recente deprezzamento dello yen abbia avuto alcuni effetti positivi, non ultimo quello di migliorare la redditività del settore di esportazione, i benefici complessivi in termini di

Raffronto tra le risposte delle banche centrali

Fra le opzioni disponibili ...

... vi è il deprezzamento del cambio

produzione e prezzi sono attenuati dal fatto che l'economia giapponese è relativamente chiusa. Inoltre, un efficace deprezzamento iniziale potrebbe essere di durata breve se altri paesi rispondessero in modo analogo.

Queste argomentazioni indicano che, una volta raggiunto lo ZLB, l'efficacia della politica monetaria è seriamente compromessa. Un presupposto per salvaguardare tale efficacia è l'attuazione di politiche micro e macroeconomiche di sostegno. Nel caso del Giappone, in particolare, sono essenziali – come ha affermato la banca centrale – riforme strutturali e soprattutto il risanamento dei settori finanziario e societario.

Problemi specifici possono sorgere allorché è necessario ripristinare un livello più normale dei tassi d'interesse dopo che questi sono rimasti in prossimità dello zero o, più in generale, a livelli insolitamente bassi per diverso tempo. In queste circostanze, un aumento imprevisto dei tassi potrebbe scatenare tensioni nel sistema finanziario. Questo pericolo sussiste se durante il periodo di anomala configurazione dei tassi gli operatori di mercato hanno assunto posizioni ad alto grado di leva in previsione di un protrarsi di tali condizioni. Ad esempio, la brusca inversione dei tassi a lungo termine negli Stati Uniti nel 1994 viene talvolta attribuita in parte a una situazione di questo tipo. In siffatto contesto, le banche centrali potrebbero ritenere utile preparare i mercati prima di un iniziale aumento dei tassi (si veda sopra).

Sintesi

Per concludere, si può affermare che l'aver portato sotto controllo l'inflazione è stato un risultato molto importante. Sono state create le basi per una migliore prestazione di lungo periodo dell'economia mondiale ed è stato ampliato lo spazio di manovra a disposizione delle autorità monetarie. Nello stesso tempo, la situazione attuale non è esente da problemi. Questi potrebbero essere più insidiosi di quelli affrontati durante la precedente lotta contro un'inflazione alta e instabile. Le banche centrali dovranno rimanere quanto mai vigili.

Un rischio fondamentale nel nuovo contesto è che potrebbe risultare più difficile agire in via preventiva a causa delle mutate dinamiche economiche e per considerazioni di economia politica. In particolare, e alquanto paradossalmente, ora che le aspettative sono maggiormente ancorate a bassi livelli di inflazione e sorrette dalla credibilità delle banche centrali, potrebbe trascorrere più tempo prima che disallineamenti di fondo tra domanda e offerta si manifestino nell'andamento dei prezzi. In queste condizioni, vi è motivo di ritenere che nella definizione della politica monetaria potrebbe essere utile attribuire maggior peso a misurazioni degli squilibri finanziari, in particolare a una concomitanza di incrementi insolitamente rapidi degli aggregati creditizi e dei prezzi delle attività, quali indizi di tali disallineamenti. Senza dubbio, si renderà necessario ancora molto lavoro di analisi per comprendere le dinamiche economiche in questo mutato contesto e per trarne solide conclusioni sul piano delle politiche.

V. Gli andamenti nei mercati dei cambi

Aspetti salienti

Il persistente vigore del dollaro USA e la debolezza dello yen hanno contraddistinto i mercati valutari nel 2001 e nei primi mesi del 2002. L'euro è stato generalmente scambiato entro un intervallo relativamente ristretto contro il dollaro ed è rimasto per lo più stabile in termini effettivi nominali. Ad aprile e maggio 2002, tuttavia, la moneta statunitense è sensibilmente arretrata rispetto sia a quella europea sia allo yen.

Come negli anni precedenti, gli andamenti prospettici relativi delle principali aree economiche, che indirizzano i flussi per investimenti diretti esteri (IDE) e di portafoglio, paiono essere stati la determinante primaria degli ampi movimenti delle parità tra le maggiori valute. Le decisioni di politica monetaria e i differenziali di tasso d'interesse sembrano parimenti avere influito sui rapporti di cambio, anche se principalmente attraverso i loro effetti sulle aspettative di crescita. Tale esperienza contrasta nettamente con quella degli anni ottanta e di gran parte degli anni novanta, quando il dollaro tendeva ad apprezzarsi allorché i differenziali d'interesse si ampliavano in favore degli Stati Uniti. Lo yen si è indebolito nel momento in cui il settore finanziario giapponese è parso divenire più vulnerabile e le autorità monetarie hanno avuto difficoltà a sostenere la domanda interna in presenza di tassi ufficiali già sullo zero.

Per ciò che concerne gli altri mercati valutari, è proseguita la fase di robustezza della sterlina inglese e del franco svizzero. Ciò ha destato timori nelle autorità monetarie dei rispettivi paesi, come dimostra la decisione della Banca Nazionale Svizzera di abbassare il tasso guida nel maggio di quest'anno. La corona svedese si è indebolita sensibilmente fino all'ottobre 2001, per poi risalire nei confronti sia dell'euro sia del dollaro USA. La moneta canadese è scesa a nuovi minimi storici prima di segnare un lieve recupero, mentre quelle australiana e neozelandese si sono apprezzate grazie alla forte crescita interna.

Nelle economie emergenti diverse valute hanno perso ulteriore terreno sul dollaro USA in presenza di un rallentamento della domanda mondiale. Nondimeno, sui mercati valutari ha continuato in generale a prevalere la calma. Sebbene nel corso del 2001 il pronunciato peggioramento della situazione in Argentina abbia pesato sul real brasiliano e sul rand sudafricano, dopo lo scoppio della crisi in dicembre le ulteriori ricadute sono state modeste. In parte ciò ha riflesso il fatto che negli ultimi anni vari paesi emergenti avevano optato per una maggiore flessibilità dei cambi, adottando in diversi casi politiche monetarie imperniate su obiettivi di inflazione. Tuttavia, anche

se l'impiego del cambio come obiettivo esplicito di politica monetaria è stato ridimensionato, se non abbandonato del tutto, le considerazioni valutarie continuano a svolgere un ruolo significativo nella formulazione delle politiche.

Dollaro, yen ed euro

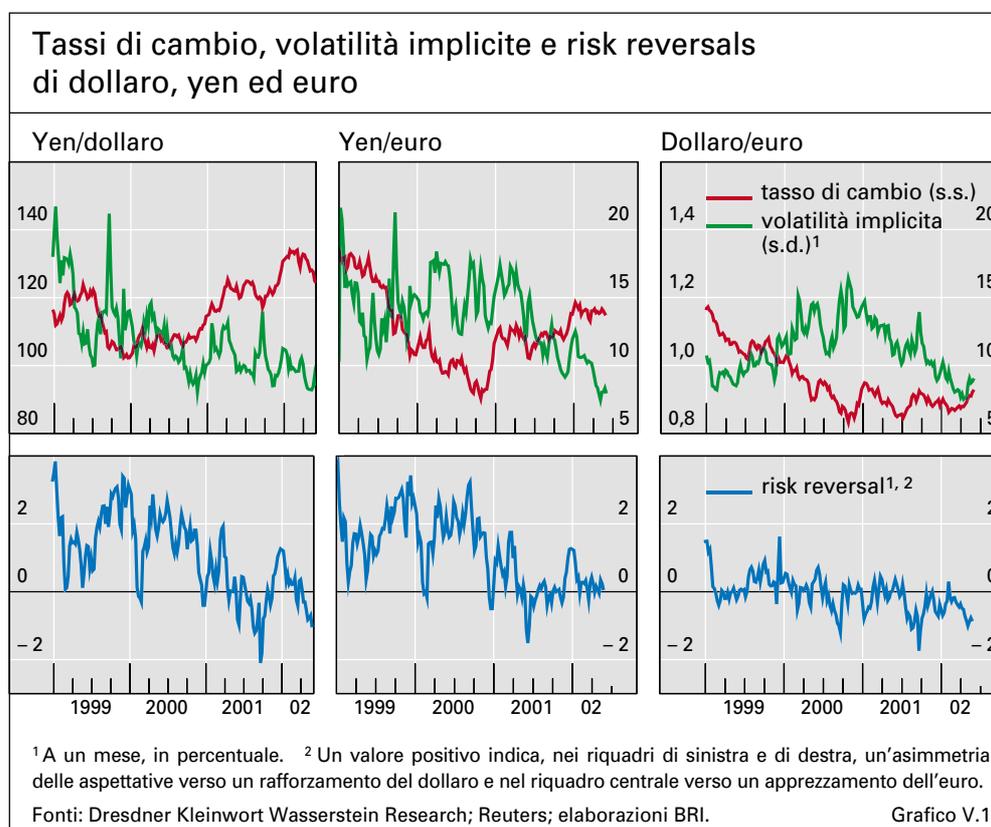
Andamenti principali

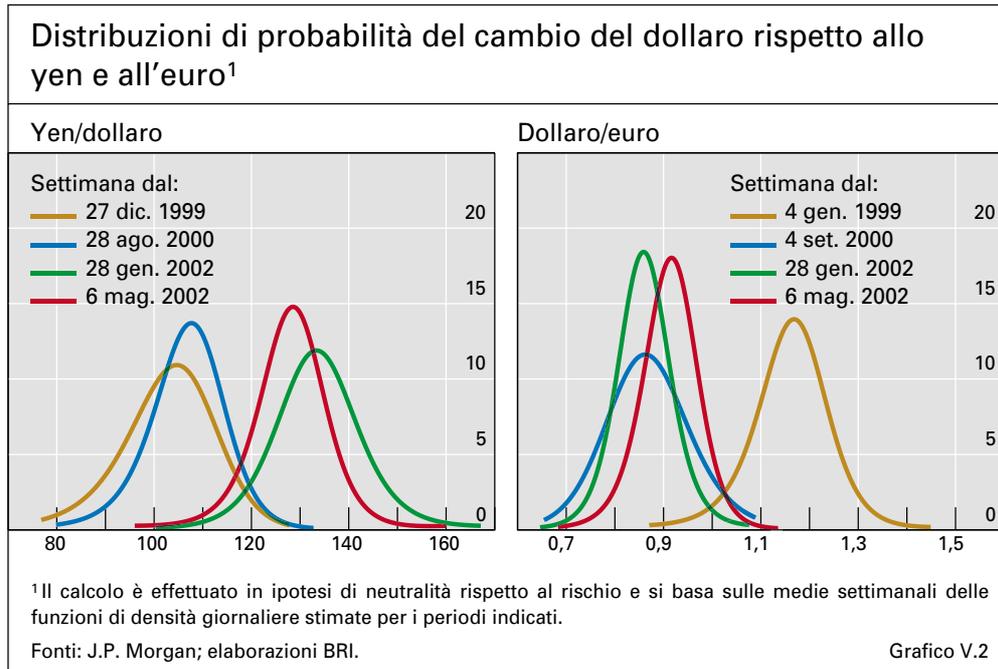
Vigore
del dollaro ...

La perdurante forza del dollaro ha caratterizzato i mercati dei cambi per gran parte del periodo sotto rassegna. Tra gennaio 2001 e marzo 2002 la moneta USA si è apprezzata dell'8% in termini effettivi nominali, raggiungendo il livello massimo dall'autunno 1985. Gli eventi dell'11 settembre hanno esercitato pressioni al ribasso solo per un brevissimo periodo. Ad aprile e maggio 2002, tuttavia, il dollaro ha evidenziato segni di graduale indebolimento.

... debolezza dello
yen ...

A differenza degli anni precedenti, la debolezza dello yen è stata un altro tratto caratteristico dei mercati valutarie. In termini effettivi nominali la moneta giapponese ha infatti perso circa l'8% tra gennaio 2001 e marzo 2002. Dopo essersi rafforzata nel 1999 e avere oscillato entro una fascia di ¥105–110 rispetto al dollaro per gran parte del 2000, essa è regredita notevolmente nel 2001 e nei primi mesi del 2002, toccando livelli prossimi a ¥135 (grafico V.1). Lo yen è arretrato anche sull'euro, da ¥108 a 118. Le informazioni ricavate dalle opzioni yen/dollaro a un mese rivelano un sensibile mutamento nel profilo delle aspettative a riguardo della valuta giapponese tra il 2000 e il 2001. Nel corso del 2000 le attese degli operatori circa i livelli yen/dollaro a un mese erano rimaste sostanzialmente stabili (grafico V.2). Lo stesso poteva dirsi per





la valutazione della probabilità rispettiva di una forte correzione al rialzo ovvero al ribasso dello yen. Nel marzo 2002 la media dei tassi di cambio futuri attesi yen/dollaro risultava aumentata notevolmente, e gli operatori erano passati ad attribuire maggior peso alla possibilità di una pronunciata flessione dello yen. In aprile e maggio, tuttavia, la moneta giapponese ha segnato un lieve recupero. Inoltre, i prezzi delle opzioni indicavano una minore asimmetria delle aspettative verso un deprezzamento dello yen.

Anche il comportamento dell'euro è cambiato sostanzialmente nel corso del 2001. In termini effettivi nominali, la moneta unica ha guadagnato circa il 6%. Per gran parte dei suoi primi due anni di esistenza essa si era deprezzata costantemente rispetto sia al dollaro sia allo yen, oltretutto in termini effettivi nominali. Nel 2001 e nei primi mesi del 2002, invece, l'euro è rimasto pressoché stabile nei confronti del dollaro, mantenendosi per lo più entro una fascia compresa tra \$0,93 e 0,86. Al tempo stesso, esso si è apprezzato di circa il 5% sullo yen. Stando alle informazioni desunte dai prezzi delle opzioni, le attese circa l'andamento a breve del cambio dollaro/euro sono rimaste alquanto costanti dal 2000 e la loro varianza è diminuita.

... e stabilità dell'euro

Prospettive a breve e a lungo termine

In un'ottica di breve periodo, quando la crescita negli Stati Uniti è tornata ad accelerare nel quarto trimestre 2001, la forza del dollaro è apparsa propizia a una redistribuzione della domanda aggregata verso le economie meno dinamiche. In particolare, la flessione dello yen ha sorretto la domanda estera di prodotti giapponesi, stimolato gli utili aziendali e accresciuto il valore in yen delle attività internazionali. Nondimeno, è possibile che l'effetto complessivo netto sulla domanda sia stato finora relativamente contenuto per la modesta entità del deprezzamento e il peso limitato del commercio estero nell'economia nipponica. Benché le valute dei paesi emergenti abbiano in generale seguito

Effetti positivi a breve termine della forza del dollaro

meno strettamente che in passato i movimenti del dollaro rispetto allo yen o all'euro, il rafforzamento della moneta USA ha comunque destato timori in molte economie.

Alcuni timori in un'ottica di lungo periodo

Gli Stati Uniti sono usciti dal recente rallentamento ciclico con un disavanzo corrente pari a circa il 4% del PIL. L'ulteriore aumento delle passività esterne del paese che ne è conseguito ha riproposto la questione della sostenibilità dei cambi attuali nel lungo periodo. Tale questione ha assunto maggiore importanza lo scorso anno per altri due motivi. Innanzitutto, benché ancora esigui rispetto al prodotto del paese, gli esborsi netti sulla posizione debitoria esterna USA sono aumentati costantemente in relazione

Riserve valutarie ufficiali					
	1998	1999	2000	2001	Consistenze a fine 2001
in miliardi di dollari USA					
Variazioni a tassi di cambio correnti					
Totale	27,0	140,0	149,5	100,4	2 021,5
Paesi industriali	-32,8	50,3	55,7	-0,4	775,5
Stati Uniti	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	29,0
Area dell'euro	-32,9	-41,0	-8,5	-12,5	205,3
Giappone	-4,7	74,5	69,5	40,5	387,7
Asia	62,8	79,0	52,5	76,0	770,5
Cina	5,1	9,7	10,9	46,6	212,2
Corea	32,3	21,7	22,2	6,6	102,5
Filippine	2,0	4,0	-0,2	0,4	13,3
Hong Kong SAR	-3,2	6,6	11,3	3,6	111,2
India	2,6	5,0	5,3	8,0	45,3
Indonesia	6,3	3,8	2,0	-1,2	27,0
Malaysia	4,7	4,9	-1,0	1,0	29,6
Singapore	3,5	1,9	3,4	-4,8	74,9
Taiwan, Cina	6,8	15,9	0,5	15,5	122,2
Thailandia	2,7	5,4	-1,9	0,4	32,3
America latina ¹	-9,7	-8,8	2,0	-0,1	135,7
Argentina	2,3	1,6	-1,7	-9,9	14,5
Brasile	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	35,7
Cile	-1,9	-1,1	0,4	-0,5	13,9
Messico	3,3	-0,5	4,2	9,2	44,4
Europa centrale e orientale ²	6,5	1,7	19,1	13,3	110,4
Altri paesi	0,2	17,8	19,8	18,8	236,2
Variazioni a tassi di cambio costanti ³					
Totale	23,2	180,9	185,9	131,8	2 021,5
In dollari	51,3	146,4	111,7	79,1	1 517,1
Non in dollari	-28,1	34,5	74,2	52,7	504,4

¹ I paesi elencati, più Colombia, Perù e Venezuela. ² Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Russia, Slovenia e Ungheria.
³ Parzialmente stimate; valutate a tassi di cambio di fine anno.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella V.1

alle esportazioni, passando dallo 0,5% del 1998 a quasi il 2% del 2001 (Capitolo II). In secondo luogo, anche se il disavanzo corrente degli Stati Uniti è stato ampiamente coperto dai finanziamenti esterni, la composizione di questi ultimi è cambiata in modo tale da rendere il dollaro potenzialmente più vulnerabile a improvvisi mutamenti di umore degli investitori. Tra il 2000 e il 2001 è aumentata la quota dei flussi di portafoglio, mentre è scesa nettamente quella di IDE (per lo più connessi alle operazioni di fusione e acquisizione transatlantiche). La percentuale di disavanzo finanziata dalle riserve ufficiali in dollari, investite in misura crescente in titoli di enti di emanazione governativa, è rimasta nel complesso costante (tabella V.1).

Ciò premesso, resta in ogni caso difficile valutare quanto i cambi attuali siano in linea con i valori di equilibrio di lungo periodo. Un possibile metodo per stimare questi ultimi si basa sulle differenze tra i prezzi di beni e servizi nei vari paesi, misurate dalle stime della parità del potere di acquisto (PPA). Un secondo approccio consiste nello stimare i tassi di cambio di equilibrio fondamentale (TCEF) di lungo periodo, ossia i livelli compatibili con l'equilibrio interno (risparmi/investimenti) ed esterno (partite correnti). Le stime della PPA e del TCEF inducono a ritenere che agli attuali livelli il dollaro si situi al disopra, e l'euro al disotto, dei valori di equilibrio di lungo periodo. Tuttavia, l'entità degli scostamenti varia sostanzialmente (dal 5 al 40%) a seconda delle analisi empiriche.

Determinanti delle oscillazioni dei cambi

Come negli ultimi anni, sui movimenti generali delle valute maggiori sembrano avere influito in misura rilevante le prospettive di crescita a medio termine delle economie principali. Il persistente vigore del dollaro sta a indicare che gli operatori hanno ritenuto che il differenziale di crescita atteso nel medio periodo in favore degli Stati Uniti non avrebbe risentito della decelerazione dell'attività nei primi tre trimestri del 2001. Rispetto al passato, tuttavia, tale relazione ha evidenziato due aspetti degni di nota.

Il ruolo delle prospettive di crescita a medio termine

Innanzitutto, mentre l'economia giapponese ha continuato a procedere con lo stesso passo esitante, la reazione dello yen pare essersi modificata. Tra l'ultimo scorcio del 1998 e la fine del 2000 la valuta nipponica si era apprezzata o era rimasta stabile rispetto al dollaro nonostante il peggiorare delle condizioni cicliche in Giappone. Successivamente, invece, la debolezza della valuta ha riflesso con maggiore chiarezza il persistere di prospettive economiche negative. Il deprezzamento potrebbe essere ricollegato all'aggressiva manovra di distensione monetaria attuata dalla Banca del Giappone nel corso del 2001 (Capitolo IV). Esso rispecchia altresì i crescenti timori a riguardo del sistema finanziario giapponese e la delusione degli operatori per i lenti progressi delle riforme strutturali (Capitolo VI). La percezione del mutato atteggiamento delle autorità giapponesi nei confronti del valore dello yen potrebbe avere influito temporaneamente sulla moneta, soprattutto intorno alla fine dello scorso anno.

Lo yen reagisce ancora una volta a fattori ciclici

In secondo luogo, il nesso fra le prospettive di crescita a medio termine e i movimenti del cambio ha continuato a valere per il rapporto dollaro/euro anche al variare delle condizioni economiche sottostanti. Contrariamente a

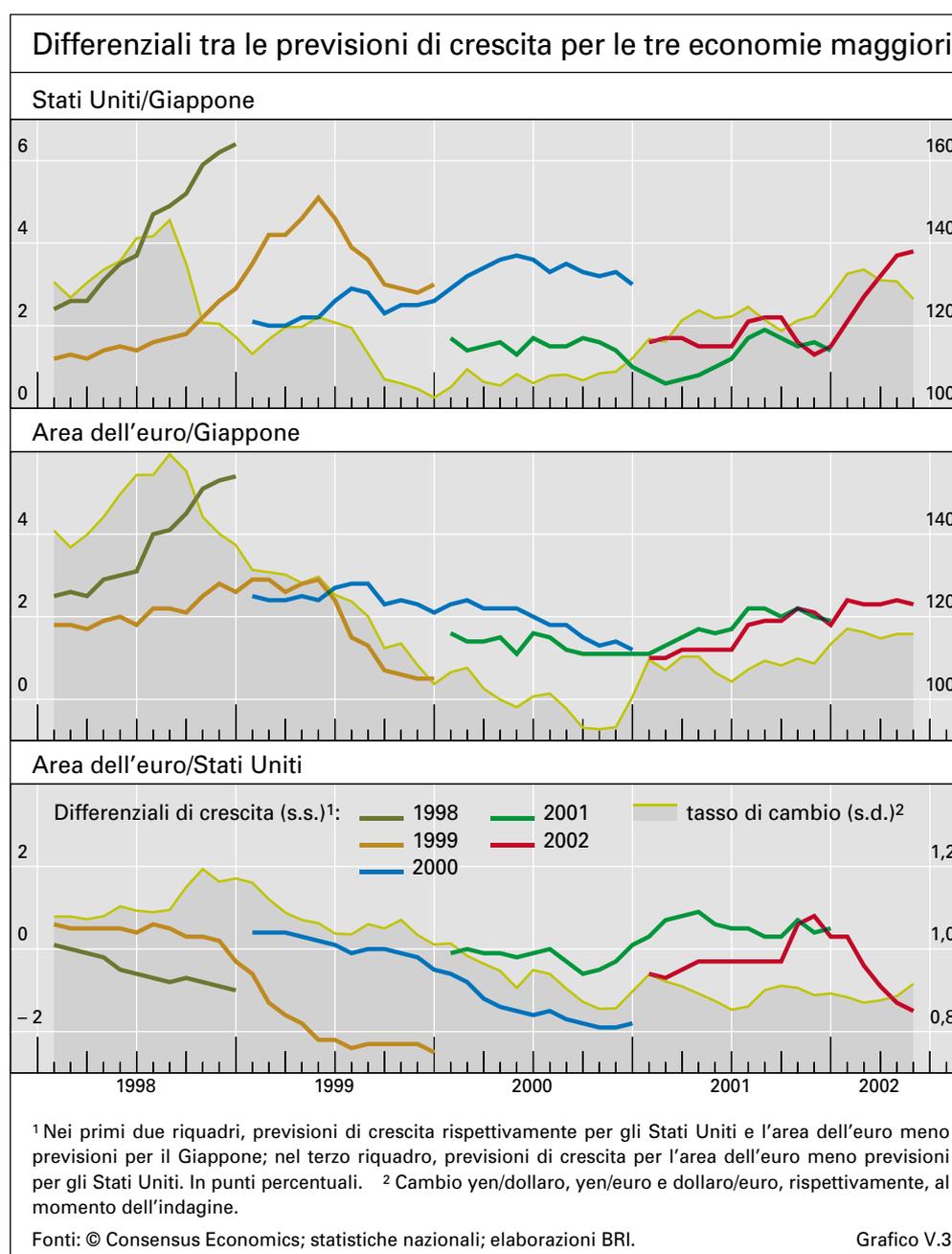
La stabilità dell'euro riflette una maggiore sincronia

quanto era avvenuto nel 1999 e nel 2000, quando ci si attendeva che nel medio periodo l'espansione del prodotto statunitense avrebbe sopravanzato quella dell'area dell'euro, nel corso del 2001 il mercato ha ritenuto più simile l'evoluzione delle due aree. In linea con tale opinione, il cambio dollaro/euro ha oscillato all'interno di una fascia relativamente ristretta.

Il suddetto nesso appare evidente anche dall'andamento delle previsioni di crescita a uno-due anni, dei flussi per investimenti diretti esteri e di portafoglio, nonché dei differenziali di tasso d'interesse.

La perdita di valore dello yen rispetto a dollaro ed euro per gran parte del 2001 è stata coerente con le revisioni delle attese circa i differenziali di crescita a uno-due anni, chiaramente favorevoli agli Stati Uniti e all'area dell'euro (grafico V.3). La stabilità relativa del dollaro sull'euro è sembrata poggiare sull'assottigliarsi dei differenziali di crescita attesi tra le due aree valutarie.

Le correzioni delle attese di crescita influiscono sull'evoluzione dei cambi



Le prospettive economiche a medio termine hanno influito inoltre sulla dinamica degli investimenti di portafoglio e diretti. Questi ultimi sono per lo più imputabili a operazioni di fusione e acquisizione (F&A) a livello internazionale, anch'esse correlate alle tendenze generali dei cambi. Nel 2001 gli investimenti di portafoglio, soprattutto sotto forma di obbligazioni, hanno nuovamente privilegiato gli Stati Uniti e l'area dell'euro rispetto al Giappone (grafico V.4). Nel contempo, i deflussi netti di portafoglio dall'area dell'euro verso gli Stati Uniti sono sensibilmente rallentati in corso d'anno. Ciò è stato in linea con la stabilizzazione dell'euro sul dollaro dopo la tendenza negativa precedente.

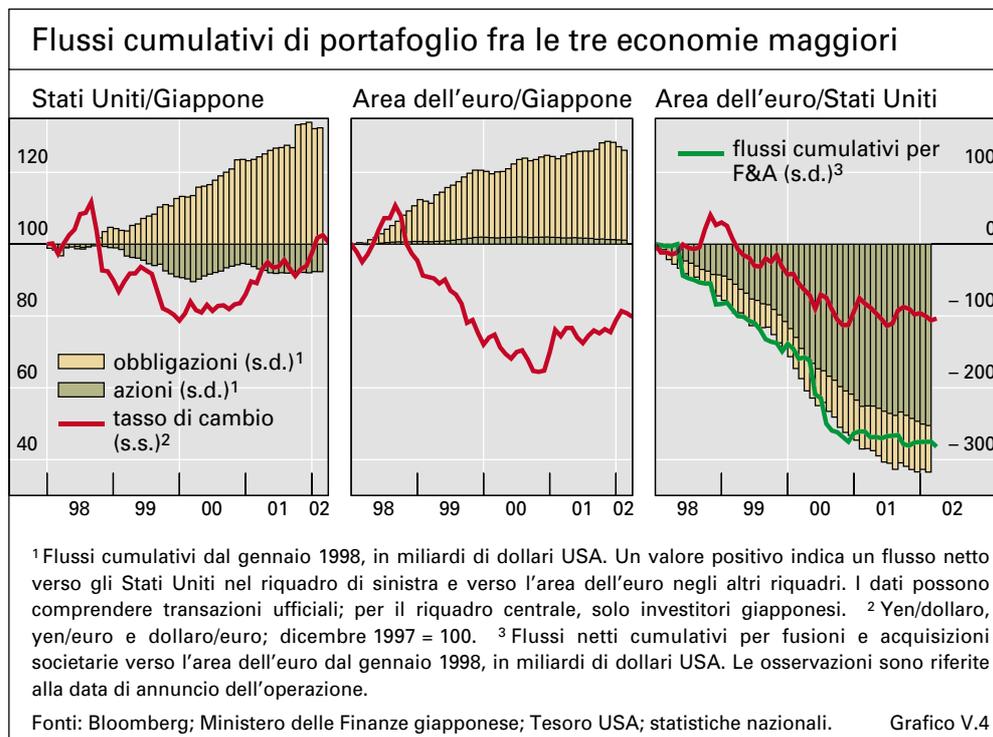
Analogamente, i flussi per F&A internazionali, che in termini netti avevano favorito gli Stati Uniti nel 1999 e nel 2000, sono diventati più equilibrati nel 2001 e nei primi mesi del 2002 (grafico V.4). A giudicare dai test statistici riguardanti l'effetto delle F&A transatlantiche sul cambio dollaro/euro, gli operatori sembrano aver reagito agli annunci di queste operazioni, in quanto vedevano in esse un indicatore della forza relativa delle prospettive di crescita nelle due economie interessate. Al tempo stesso, il maggiore equilibrio dei flussi per F&A transatlantiche riscontrato nel corso del 2001 suggerisce la possibilità di un'interpretazione alternativa. I consistenti afflussi verso gli Stati Uniti registrati negli anni scorsi potrebbero essere riconducibili a una correzione una tantum dello stock di capitale connessa all'Unione economica e monetaria e al desiderio delle grandi imprese europee di acquisire una dimensione mondiale.

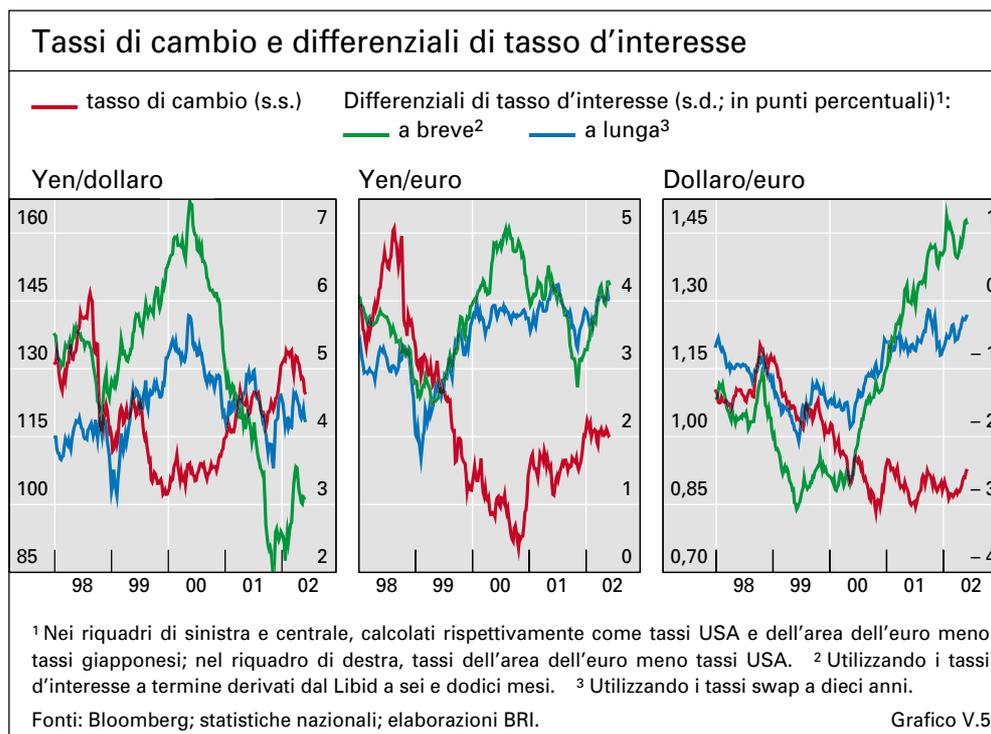
Sulla falsariga di quanto osservato nel 1999 e nel 2000, ma in netto contrasto con l'esperienza degli anni ottanta e di gran parte degli anni novanta, le decisioni di politica monetaria e i differenziali di tasso d'interesse sono sembrati influire sui cambi soprattutto tramite il loro effetto sulle

Il ruolo dei flussi per investimenti di portafoglio ...

... e per fusioni e acquisizioni societarie

I tassi di cambio restano sganciati da quelli d'interesse





aspettative di crescita. Di riflesso alla percezione di una dinamica più robusta negli Stati Uniti che non in Giappone e nell'area dell'euro, di cui si è già detto in precedenza, il dollaro ha quindi conservato il suo vigore, malgrado il notevole restringimento dei differenziali d'interesse a breve in favore degli Stati Uniti rispetto al Giappone e il calo dei tassi USA al disotto di quelli dell'area dell'euro per la prima volta dalla metà degli anni novanta (grafico V.5). Andamenti analoghi si sono potuti osservare per i cambi e i differenziali d'interesse a lungo termine.

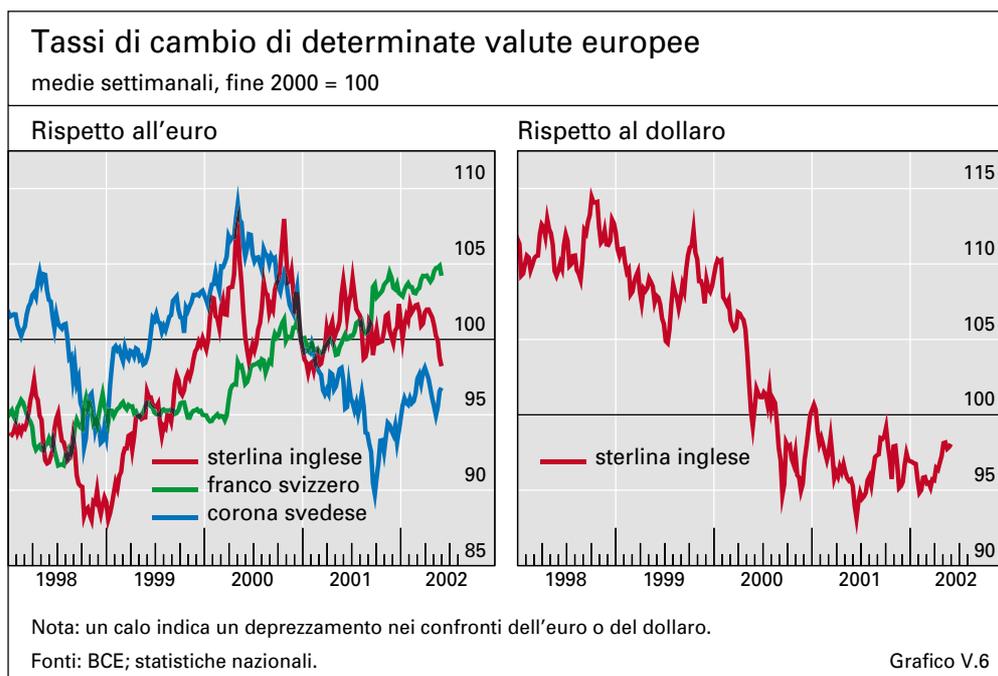
Andamenti in altri mercati valutari

Valute europee

Nel periodo sotto rassegna la sterlina inglese ha evidenziato una lieve tendenza ascendente rispetto all'euro, mentre ha oscillato entro una fascia compresa tra £0,67 e 0,71 sul dollaro (grafico V.6). In generale, i movimenti della moneta britannica sono parsi in linea con i differenziali in termini di crescita attesa dell'economia e di incremento della produttività fra il Regno Unito da un lato e gli Stati Uniti e l'area dell'euro dall'altro. Sulla sterlina non sembrano aver pesato le discussioni concernenti un prossimo ingresso del paese nella UEM. La persistente forza della valuta ha comunque accentuato lo squilibrio tra il settore dei beni "tradable" e quello dei beni "non-tradable". Ciò ha costituito un problema per le autorità britanniche allorché sono peggiorate le condizioni esterne nel corso del 2001 (Capitolo IV).

Il franco svizzero si è per lo più apprezzato nei confronti dell'euro. Questo fatto rappresenta un cambiamento rispetto alla tendenza a muoversi entro una fascia di oscillazione molto ristretta durante i primi 15 mesi della UEM. Esso si è discostato altresì dal profilo segnato in precedenza, quando il franco

La forza di sterlina e franco svizzero preoccupa i responsabili delle politiche



svizzero tendeva a indebolirsi sul marco tedesco allorché questo perdeva terreno nei confronti del dollaro. Nei primi mesi del 2002 la divisa elvetica è sembrata tuttavia tornare al suo andamento precedente ed è talora parsa beneficiare del ruolo di approdo sicuro svolto dalla Confederazione. Come nel Regno Unito, la forza del cambio ha destato preoccupazioni presso le autorità monetarie (Capitolo IV).

Il comportamento della corona svedese nel periodo in esame è cambiato sensibilmente di riflesso a diversi fattori. Fino al settembre 2001 la moneta ha continuato a deprezzarsi nettamente sull'euro e sul dollaro. La sua debolezza potrebbe essere ascrivibile alla caduta del Nasdaq – data la rilevanza del settore tecnologico in Svezia – e, più in generale, all'accresciuta incertezza nei mercati finanziari mondiali. Possono altresì avere influito i consistenti acquisti di attività estere da parte di investitori nazionali, conseguenti alle modifiche regolamentari in materia di fondi pensione che nel 2000 avevano allentato i vincoli alle esposizioni in valuta. Riscontri indiretti del ruolo di questo secondo fattore provengono dall'indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati del 2001, condotta da 48 banche centrali e autorità monetarie. Dall'indagine emerge che, in contrasto con l'evoluzione di gran parte degli altri paesi, tra aprile 1998 e aprile 2001 la Svezia ha registrato un sensibile aumento del volume di scambi sui mercati valutari. Nel giugno 2001 un'accelerazione del calo della corona ha indotto la Sveriges Riksbank a intervenire a sostegno della valuta. Quest'ultima è risalita nell'ottobre 2001 grazie alla rinnovata fiducia sui mercati finanziari mondiali e alle migliorate condizioni economiche del paese. Ad aprile 2002 aveva guadagnato quasi il 10% sull'euro.

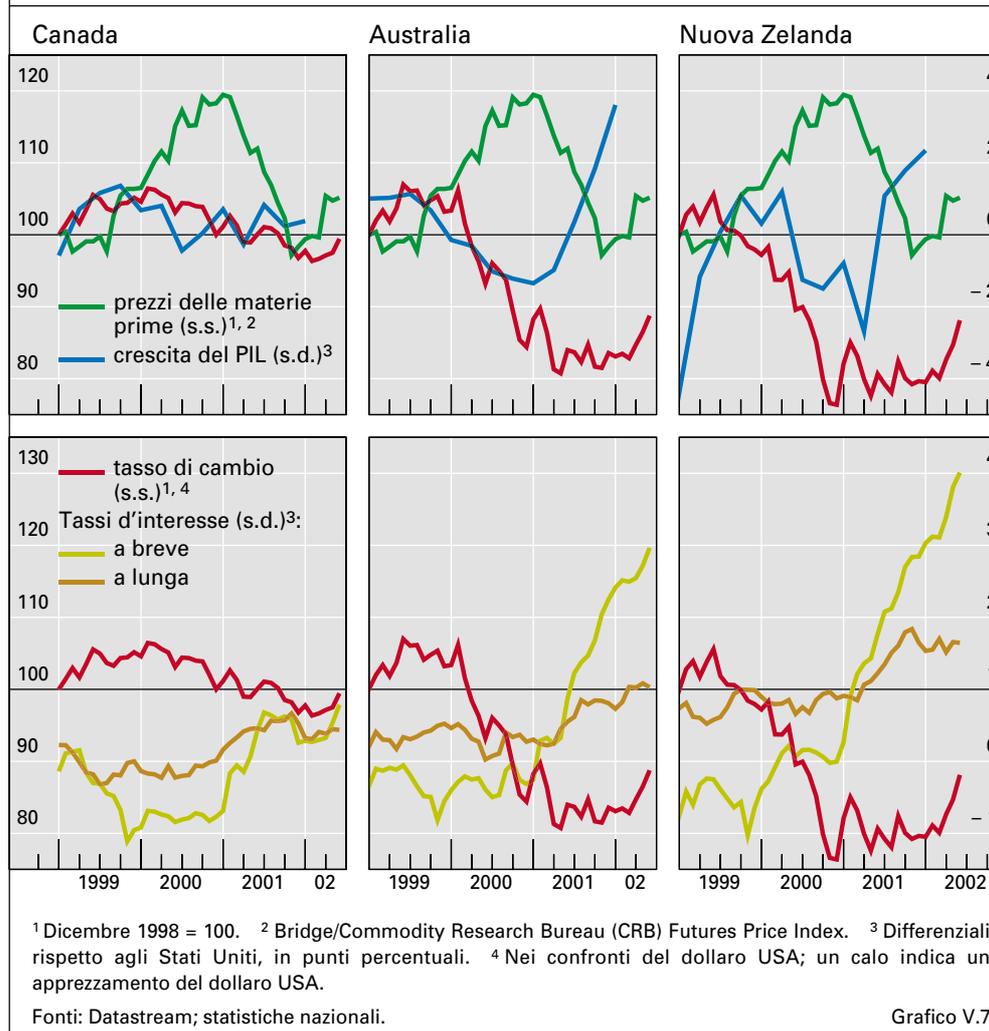
Le oscillazioni della corona svedese riflettono vari fattori

Valute di altri paesi industriali

La tendenza discendente del dollaro australiano e di quello neozelandese nei confronti della moneta statunitense si è arrestata in virtù di una forte espansione della crescita interna e di più favorevoli differenziali di tasso

Tendenze diverse

Prezzi delle materie prime, differenziali di crescita e di tasso d'interesse e tassi di cambio



d'interesse (grafico V.7). Di converso, il dollaro canadese ha continuato a indebolirsi per gran parte del periodo sotto rassegna raggiungendo minimi storici attorno a C\$1,62 per un dollaro USA nel gennaio 2002. In parte, questa differenza rispetto alle valute australiana e neozelandese si spiega con la crescita più moderata dell'economia canadese. Il deprezzamento sul dollaro statunitense è altresì riconducibile alla crescente diversificazione internazionale operata dai gestori di portafogli canadesi in seguito a un allentamento dei vincoli agli investimenti. Come in Svezia, questa ricomposizione dei portafogli potrebbe spiegare almeno in parte l'aumento, altrimenti anomalo, del volume di scambi sul mercato valutario interno intervenuto tra il 1998 e il 2001 e rilevato anche dall'indagine triennale del 2001.

Tra i primi mesi del 2000 e gli ultimi del 2001 è venuta meno la tradizionale correlazione positiva fra le monete australiana, canadese e neozelandese da un lato e i prezzi delle materie prime dall'altro, in conseguenza forse della maggiore importanza attribuita dai mercati valutari alla crescita interna. Nel 2000 le tre divise sono scese a minimi storici (o quasi), nonostante il considerevole aumento dei corsi dei prodotti di base. Analogamente, nei primi

tre trimestri del 2001 il netto calo dei prezzi delle materie prime nel contesto di una caduta della domanda mondiale non ha depresso ulteriormente i dollari australiano e neozelandese, a differenza della valuta canadese, che ha invece proseguito la sua precedente dinamica al ribasso.

Valute dei paesi emergenti

I tre aspetti che hanno contraddistinto i mercati valutari dei paesi emergenti nel periodo in esame sono il crollo del peso argentino intorno alla fine dell'anno, l'assenza di significativi effetti di contagio della crisi argentina negli altri mercati valutari e le ampie oscillazioni di alcune altre monete, fra cui il real brasiliano, il peso cileno, il rand sudafricano e la lira turca.

Tre aspetti salienti

Preannunciata da un prolungato periodo di pressioni sul peso e sul sistema finanziario interno, la crisi argentina è esplosa con violenza a fine dicembre 2001 (Capitolo III). Il decennale regime di convertibilità del paese è stato sospeso il 6 gennaio 2002 in presenza di gravi tensioni economiche e politiche. A partire dall'11 febbraio la moneta è stata lasciata fluttuare e a fine maggio veniva scambiata attorno a 3,50 pesos per dollaro USA, ossia a un valore inferiore di oltre il 70% a quello precedente la svalutazione (grafico V.8).

Sebbene non siano mancati episodi di propagazione ad altri mercati valutari, essi sono stati di breve durata e di entità contenuta. Dopo l'insuccesso dell'asta dei titoli di Stato in Argentina nel luglio 2001, pressioni in vendita hanno interessato il peso cileno, il rand, il real e la lira turca. Il real e il peso cileno, che si erano deprezzati per buona parte dell'anno, sono scesi ai minimi storici, spingendo le rispettive banche centrali a intervenire a più riprese. Entrambe le monete hanno poi recuperato nell'ultima parte del 2001 e si sono indebolite soltanto per alcuni giorni dopo il crollo della valuta argentina. Il peso messicano ha mostrato segni di cedimento per brevissimo tempo agli inizi del 2001, ma per il resto del periodo è stato generalmente forte. La flessione del rand, determinata soprattutto da fattori interni e dai timori degli investitori internazionali per l'instabilità politica del vicino Zimbabwe, si è accentuata al deteriorarsi delle condizioni argentine in luglio. Nondimeno, a fine 2001, proprio quando la crisi argentina si faceva acuta, la moneta sudafricana è risalita dai livelli minimi raggiunti in precedenza. Non sono stati avvertiti effetti di contagio rilevanti in Asia.

Limitati effetti di contagio della crisi argentina ...

Vi sono vari possibili motivi per cui le ripercussioni immediate della svalutazione argentina sugli altri paesi emergenti sono state così contenute. Innanzitutto, negli ultimi anni questi paesi si sono in genere orientati verso politiche di cambio maggiormente flessibili (si veda oltre). Grazie alla più libera fluttuazione delle rispettive valute, essi hanno adottato nuovi assetti operativi di politica monetaria per ancorare l'inflazione. Ciò ha verosimilmente accresciuto la resilienza dei mercati valutari. In secondo luogo, la crisi argentina era stata da tempo anticipata dagli operatori. In terzo luogo, la minore tolleranza al rischio, che aveva contraddistinto i mercati valutari dal 1998, potrebbe essersi tradotta in una contrazione delle posizioni speculative a effetto di leva contro le valute dei paesi emergenti. L'attività di negoziazione in proprio delle banche sembra per lo più diminuita e la maggior parte dei grandi operatori ad alta leva finanziaria – quali ad esempio gli hedge funds –

... per vari possibili motivi



avrebbe abbandonato i mercati valutari dopo le turbolenze del 1998. Ciò è desumibile dal consistente calo dei volumi di scambi sui mercati valutari tradizionali registrato tra aprile 1998 e aprile 2001 e rilevato dall'indagine triennale del 2001. Infine, gli investitori internazionali paiono aver migliorato la loro capacità di discernere tra i vari mercati emergenti (Capitolo VI).

La gestione del tasso di cambio nei paesi emergenti

Negli ultimi anni diverse economie emergenti si sono orientate verso una maggiore flessibilità del rapporto di cambio. Di conseguenza, quest'ultimo ha tendenzialmente assunto un ruolo meno importante come ancora nominale per la politica monetaria. A ciò si è accompagnata la propensione ad adottare

Benché più flessibile, il tasso di cambio resta importante

obiettivi di inflazione più espliciti, cosicché ora un numero crescente di paesi impiega o intende impiegare un regime interamente incentrato su un livello programmato di inflazione. Prima della crisi asiatica del 1997-98 questo approccio era stato seguito da tre paesi emergenti che rappresentavano nel loro insieme meno dell'1% del PIL mondiale. Nel maggio 2002 il novero dei paesi era salito a 12, con una quota sul prodotto mondiale pari all'8%. Benché meno utilizzato, se non del tutto abbandonato, come ancora nominale o come obiettivo ufficiale *esplicito*, il tasso di cambio resta estremamente importante sul piano delle politiche. Ciò premesso, la sezione che segue descrive l'evolversi delle modalità di gestione del cambio alla luce degli andamenti valutari degli ultimi anni.

Evoluzione delle modalità di gestione del cambio

Due indicatori evidenziano la tendenza generale a una maggiore flessibilità della relazione di cambio nelle economie emergenti dopo la crisi asiatica. In

Volatilità dei tassi di cambio e d'interesse ¹								
	Volatilità dei tassi di cambio				Volatilità dei tassi d'interesse ²		Rapporto ³	
	bilaterali ⁴		effettivi ⁵		1995-96	lug. 1999- apr. 2002	1995-96	lug. 1999- apr. 2002
	1995-96	lug. 1999- apr. 2002	1995-96	lug. 1999- apr. 2002				
Corea	3,1	5,9	4,5	6,2	18,3	11,9	0,17	0,50
Filippine	2,1	7,6	4,4	7,8	49,5	38,1	0,04	0,20
Hong Kong SAR	0,3	0,1	4,1	3,8	16,0	28,0	0,02	0,00
Indonesia	1,8	18,7	5,2	18,6	2,7	11,9	0,68	1,58
Singapore	2,5	3,5	3,1	3,6	68,5	51,5	0,04	0,07
Taiwan, Cina	3,2	3,2	3,6	4,1	33,7	12,4	0,10	0,26
Thailandia	1,3	5,3	...	...	32,6	41,5	0,04	0,13
Argentina	0,1	31,3	2,5	31,6	42,8	121,6	0,00	0,26
Brasile	4,4	10,2	6,1	10,5	50,4	7,4	0,09	1,37
Cile	4,7	6,7	...	...	14,2	111,7	0,33	0,06
Messico	15,6	6,1	16,8	6,4	55,8	32,2	0,28	0,19
Polonia	9,8	16,0	5,8	8,7	12,4	15,2	0,78	1,05
Repubblica ceca	12,5	17,5	3,3	4,1	13,2	7,3	0,95	2,39
Ungheria	13,5	17,4	7,4	4,7	10,3	8,8	1,30	1,97
Sudafrica	6,4	11,3	...	...	8,4	8,4	0,76	1,35
Stati Uniti	-	-	4,5	4,3	5,8	19,3	-	-
Giappone	9,4	8,2	8,2	8,5	49,7	92,4	0,19	0,09
Area dell'euro	6,8	9,1	3,5	6,6	8,6	13,6	0,79	0,67
Regno Unito	5,8	6,4	4,4	5,0	7,8	9,6	0,74	0,67
Canada	3,8	4,2	3,9	4,2	67,2	37,3	0,06	0,11
Svezia	6,9	8,8	5,7	5,0	10,9	12,0	0,63	0,73
Svizzera	9,6	8,9	4,9	3,5	32,9	36,8	0,29	0,24
Nuova Zelanda	4,5	9,4	3,7	7,5	10,9	8,9	0,41	1,06

¹ Misurata come scarto quadratico sui periodi indicati delle variazioni percentuali settimanali rapportate all'anno. ² A tre mesi (per il Brasile, tasso overnight). ³ Tra la volatilità dei cambi bilaterali e quella dei tassi d'interesse. ⁴ Rispetto al dollaro USA (rispetto all'euro per Polonia, Repubblica ceca e Ungheria). ⁵ Ponderati in base all'interscambio.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Tabella V.2

primo luogo, la volatilità dei cambi rispetto alla principale moneta di riferimento (per lo più il dollaro USA) è in generale aumentata leggermente sia in termini assoluti sia in rapporto a quella dei tassi d'interesse interni a breve (tabella V.2). Ne costituiscono esempi degni di nota il peso filippino, il baht e il real brasiliano. In secondo luogo, la variabilità dei cambi bilaterali con il dollaro è aumentata più di quella dei cambi effettivi nominali. Ciò dimostra che, sebbene sia il ruolo del dollaro in Asia e in America latina che quello dell'euro nell'Europa centrale rimangano importanti, l'attenzione dei responsabili delle politiche potrebbe essersi spostata dai cambi bilaterali a quelli effettivi.

Per quanto più variabili, i cambi restano comunque un elemento fondamentale della politica economica dei paesi emergenti, come conferma il fatto che negli ultimi anni la loro volatilità è rimasta bassa sia in termini assoluti sia in relazione a quella delle principali coppie valutarie (tabella V.2).

Le ragioni dell'importanza dei cambi

I mercati emergenti sono vulnerabili per quattro motivi principali

Vi sono vari motivi per cui il tasso di cambio può essere di rilevanza ai fini della politica economica, specie nei paesi emergenti. Il più immediato è probabilmente l'impatto sui prezzi per il tramite dell'interscambio e delle aspettative, ma entrano in gioco anche considerazioni quali gli effetti sulla competitività esterna di un'economia, sulla stabilità finanziaria e sul funzionamento dei mercati valutari.

I movimenti del cambio possono incidere sull'inflazione

Il cambio può influenzare l'inflazione sia mediante i prezzi dei prodotti finali esposti alla concorrenza internazionale e di quelli intermedi importati, sia attraverso gli effetti sulle aspettative inflazionistiche. Rispetto alle economie industriali, quelle emergenti appaiono più vulnerabili all'impatto del valore esterno della moneta sui prezzi in quanto sono più aperte e hanno un passato di maggiore inflazione.

Anche tra i paesi emergenti esistono differenze a volte significative in termini di vulnerabilità. Secondo alcuni riscontri, in passato la traslazione degli effetti del cambio è stata generalmente più forte in America latina che in Asia (tabella V.3). Anche se sulla correlazione tra inflazione e movimenti valutari influiscono ovviamente numerosi fattori, quali le strutture politiche, economiche e sociali di un determinato paese, i trascorsi inflazionistici meritano una particolare attenzione. Le variazioni del cambio tendono ad avere implicazioni maggiori per i prezzi nei paesi latino-americani con un passato di inflazione elevata e nei quali le aspettative svolgono un ruolo importante. Per contro, i paesi dell'Est asiatico hanno in genere precedenti storici di inflazione contenuta ed effetti di traslazione relativamente modesti.

Per quanto minori, gli effetti di traslazione ...

Negli ultimi anni, tuttavia, la traslazione dei movimenti di cambio sembra essere diminuita sia nei paesi industriali sia in quelli emergenti. Ne è un esempio evidente l'aumento contenuto dell'inflazione successivo alla svalutazione del real brasiliano agli inizi del 1999. Fra le possibili spiegazioni figurano le più moderate aspettative in termini di salari e prezzi risultanti da politiche credibili orientate alla stabilità, le migliori condizioni concorrenziali a seguito delle riforme strutturali e una maggiore integrazione nell'economia mondiale. Tali andamenti sono in linea con l'evidenza empirica secondo cui

negli ultimi anni i precedenti inflazionistici sono andati perdendo d'importanza. Un calo generale degli effetti di traslazione non dovrebbe tuttavia indurre atteggiamenti di condiscendenza, poiché i movimenti valutari continuano a influire in misura rilevante sui prezzi. Nel 2001 il significativo deprezzamento del rand e del real si è accompagnato a una sensibile crescita dell'inflazione. Inoltre, in Turchia e in Argentina il costo della vita ha subito un'impennata dopo il crollo delle rispettive monete nazionali.

... restano un problema

Un'evoluzione sfavorevole dei cambi può influire anche sulla competitività esterna di un'economia, con implicazioni per il saldo esterno, la crescita e – nel più lungo periodo – gli incentivi agli investimenti. Tale aspetto assume particolare rilievo nelle economie emergenti poiché queste tendono a essere relativamente aperte. Ad esempio, la rapida caduta dello yen a fine 2000 e nel corso del 2001 ha destato notevoli preoccupazioni in termini di competitività per la Corea, poiché le esportazioni di questo paese presentano una composizione merceologica simile a quella del Giappone.

Pongono inoltre problemi le variazioni della competitività esterna ...

L'esperienza mostra chiaramente come periodi protratti di apprezzamento/sopravvalutazione del tasso di cambio reale possano inoltre pesare sulla stabilità finanziaria, soprattutto nei paesi emergenti. Ciò può avvenire tramite vari canali. Anzitutto, una tendenza all'apprezzamento in termini reali della moneta nazionale può andare di pari passo con ampi afflussi di capitali, una rapida espansione del credito e insostenibili aumenti dei prezzi delle

... l'instabilità finanziaria ...

Apertura, traslazione, inflazione e attività esterne delle banche centrali						
	Apertura ¹	Traslazione ²		Inflazione ³	Attività esterne delle banche centrali ⁴	
		entro un trimestre	entro un anno		in % delle attività totali	in % della base monetaria
Brasile	14,0	0,08	0,39	868,6	27,7	103,0
Cile	45,6	0,17	0,35	11,8	56,6	60,2
Messico	42,1	0,09	0,27	20,4	69,2	140,9
Corea	55,5	0,06	0,10	5,7	88,1	434,4
Indonesia	47,0	0,10	0,41	14,5	47,9	224,0
Thailandia	73,6	0,04	0,12	5,0	72,4	240,4
Polonia	38,5	-0,06	0,08	84,8	81,3	166,7
Repubblica ceca	88,9	-0,08	0,16	14,7	88,0	104,0
Ungheria	87,8	0,18	0,48	22,3	66,1	243,7
Israele	49,2	0,25	0,28	11,3	88,2	125,9
Sudafrica	36,4	0,02	0,13	9,9	79,8	183,0
Australia	30,1	0,03	0,10	2,5	68,6	116,8
Canada	56,2	0,00	0,11	2,2	57,5	122,4
Nuova Zelanda	45,6	0,05	0,27	2,1	66,8	291,3
Regno Unito	41,6	-0,01	0,02	3,7	22,5	19,2
Svezia	54,1	0,02	0,03	3,3	69,6	147,5

¹ Interscambio in percentuale del PIL; media sul periodo 1990–99. ² 1979–2000. ³ Variazione percentuale media annua dei prezzi al consumo sul periodo 1990–99. ⁴ A fine dicembre 2001 (per Messico e Israele, a fine novembre 2001).

Fonti: Datastream; E. U. Choudhri e D. S. Hakura, "Exchange rate pass-through to domestic prices: does the inflationary environment matter?", *IMF Working Paper 01/194*, dicembre 2001; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella V.3

Liquidità dei mercati valutari		
	Turnover ¹ /PIL	Differenziale denaro-lettera in percentuale del tasso intermedio
	1° trim. 2001	aprile 2001
Brasile	2,0	0,045
Cile	8,2	0,034
Messico	3,8	0,052
Corea	4,7	0,125
Indonesia	1,0	0,407
Thailandia	3,2	0,067
Polonia	8,0	0,149
Repubblica ceca	6,7	0,058
Ungheria	0,9	0,060
Israele	1,7	0,094
Sudafrica	17,1	0,069
Australia	19,1	0,048
Canada	9,2	0,024
Nuova Zelanda	14,4	0,085
Regno Unito	22,2	0,037
Svezia	16,7	0,026

¹ Volume medio giornaliero degli scambi di valuta locale contro tutte le altre valute nell'aprile 2001, al netto delle duplicazioni per le operazioni "inter-dealer".

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; BRI. Tabella V.4

attività. La conseguente sovradilatazione del sistema finanziario interno può rendere l'economia altamente vulnerabile di fronte a un rallentamento o a un'inversione di tali flussi. In secondo luogo, un regime di cambio eccessivamente rigido può causare una protratta debolezza dell'economia, nonché un accumulo di debito esterno e una maggiore fragilità finanziaria più in generale, specialmente in presenza di influenze esterne negative come una sfavorevole evoluzione delle ragioni di scambio. Un terzo e importante aspetto è che in entrambi i casi una posizione valutaria sbilanciata può aggravare notevolmente la vulnerabilità dell'economia qualora intervenga una brusca correzione del cambio nominale, e aumentare così le probabilità di una crisi. Se è il sistema bancario ad avere una posizione non pareggiata, i pericoli di insolvenza per le banche sono ovvi. Ma altrettanto seri sono i rischi allorché il disequilibrio valutario riguarda i bilanci della stessa clientela bancaria. Questi rischi possono essere acuiti da carenze di fondo nell'infrastruttura finanziaria, come un debole assetto prudenziale, un'inadeguata gestione del rischio e un'insufficiente base patrimoniale. Alcuni di questi elementi sono riscontrabili in tutte le crisi finanziarie che hanno colpito le economie di mercato emergenti negli ultimi anni, dall'Est asiatico all'Argentina.

Nei paesi emergenti con mercati valutari di piccole dimensioni un'elevata volatilità dei cambi può concorrere a determinare condizioni di mercato disordinate e illiquide, contraddistinte da forti discontinuità dei corsi e ampi spreads denaro-lettera. Una possibile conseguenza dell'illiquidità è l'assenza

... nonché il
funzionamento
e l'evoluzione dei
mercati valutari

di un rischio bidirezionale, con il risultato che le aspettative possono innescare dinamiche che tendono ad accentuare i movimenti del cambio. Nel più lungo periodo, una situazione di disordine può inibire lo sviluppo stesso del mercato.

Due riscontri indiretti fanno ritenere che, rispetto a quelli dei paesi industriali, i mercati valutari di gran parte delle economie emergenti siano in genere meno liquidi. Primo, pur essendo cresciuti rapidamente negli anni novanta, i suddetti mercati restano per lo più di dimensioni relativamente modeste (tabella V.4). Un'eccezione di rilievo è rappresentata dal Sudafrica, dove il volume degli scambi in percentuale del prodotto è paragonabile a quello dei paesi industriali. Secondo, nelle economie emergenti gli spreads denaro-lettera sono meno uniformi e generalmente più ampi che in quelle industriali, il che indicherebbe una maggiore esposizione al rischio di improvvise carenze di liquidità.

Le risposte sul piano delle politiche nei paesi emergenti

Nel definire la risposta ad andamenti indesiderati dei cambi, possono sorgere incompatibilità tra obiettivi diversi. Questa possibilità può manifestarsi in particolare nel caso di un regime imperniato su un obiettivo esplicito di inflazione. Ciò perché una delle finalità, segnatamente il tasso d'inflazione, è chiaramente individuata e la politica monetaria è specificamente orientata al suo perseguimento. In generale, le autorità dispongono di svariati strumenti. Oltreché alla politica monetaria, esse possono ricorrere agli interventi ufficiali per affrontare i problemi di cambio. In determinate circostanze, anche i controlli sui capitali – pur con i costi e i limiti che comportano – sono stati considerati un'opzione praticabile.

L'esperienza degli ultimi due anni in vari paesi che hanno adottato o intendono adottare approcci interamente fondati sull'obiettivo di inflazione illustra come un impiego flessibile dei citati strumenti possa contrastare gli effetti indotti dalla dinamica del cambio senza per questo ostacolare il perseguimento dell'obiettivo prescelto. Nondimeno, la linea di demarcazione tra una risposta agli andamenti del cambio entro i limiti posti dall'obiettivo di inflazione e la gestione del cambio in quanto obiettivo in sé risulta a volte molto sfumata. È compito dei responsabili delle politiche spiegare al pubblico la differenza, ove esista, fra le due tipologie di intervento e i criteri su cui si basano le decisioni di fatto adottate.

Politica monetaria

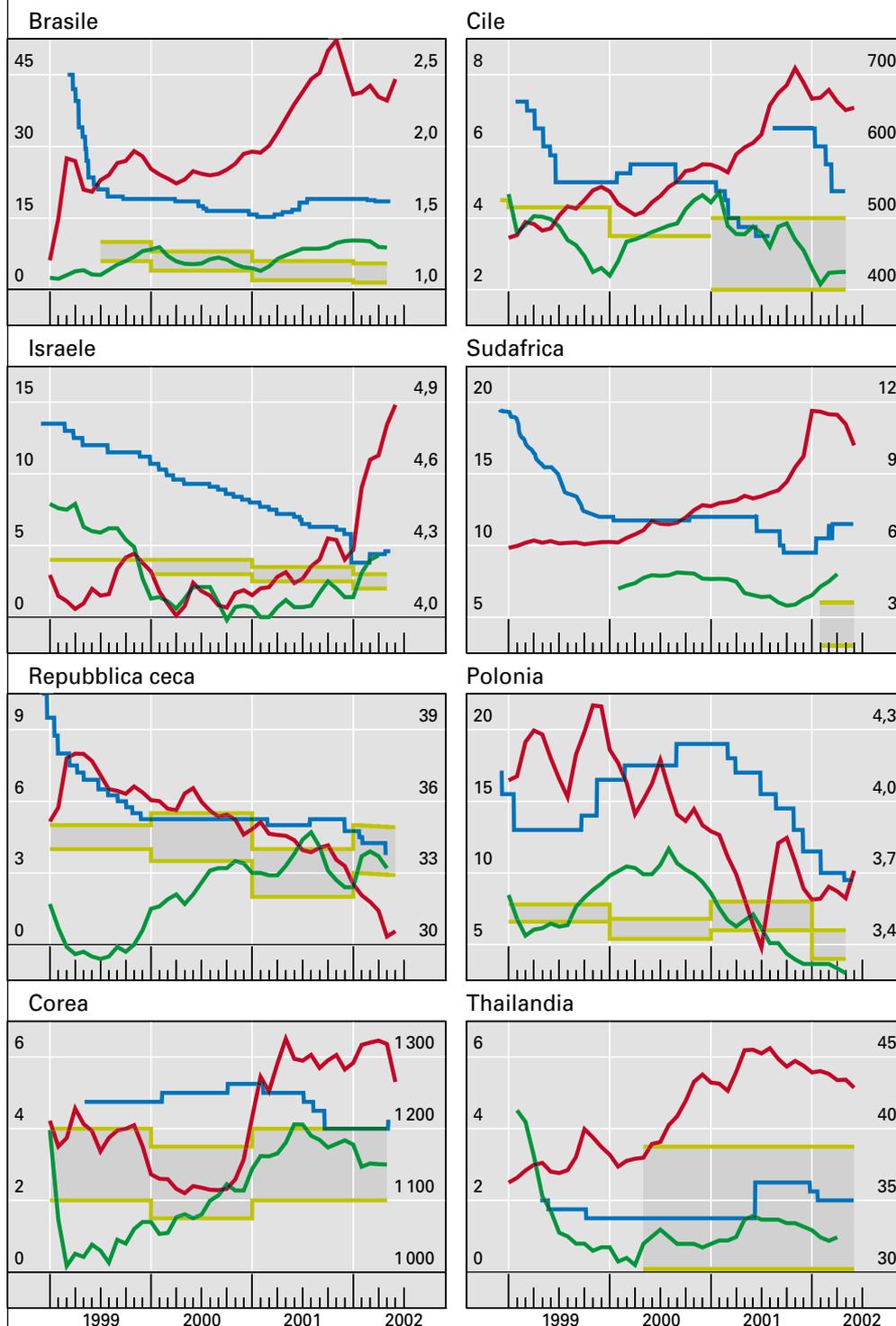
Una modifica d'indirizzo della politica monetaria è di solito lo strumento principale di risposta ai timori inflazionistici associati ai movimenti del cambio. Ad esempio, quando in Brasile l'inflazione ha iniziato a superare l'obiettivo intorno al marzo 2001, in concomitanza con una fase di deprezzamento accelerato e crescente volatilità del cambio, la banca centrale ha capovolto il precedente allentamento monetario (grafico V.9), aumentando aggressivamente i tassi d'interesse e mantenendo questo indirizzo restrittivo fino ai primi mesi del 2002. Una reazione della politica monetaria alla minaccia

La preoccupazione per il cambio pone alle autorità potenziali dilemmi

Risposta della politica monetaria alle pressioni inflazionistiche connesse con il cambio ...

Obiettivi di inflazione, tassi ufficiali e tassi di cambio

— inflazione (s.s.)¹ — tasso ufficiale (s.s.)²
— obiettivo di inflazione (s.s.) — tasso di cambio (s.d.)³



¹ Sudafrica, IPC esclusi interessi ipotecari; Repubblica ceca, inflazione rilevata (prima del 2002, inflazione netta); Corea, IPC di base (prima del 2000, IPC); Thailandia, IPC di base; tutti gli altri paesi, IPC. ² Brasile, tasso obiettivo Selic; Cile, tasso obiettivo overnight nominale (prima di agosto 2001, tasso reale); Israele, tasso primario; Sudafrica, tasso pct; Repubblica ceca, tasso pct a due settimane; Polonia, tasso pct a 28 giorni; Corea, tasso obiettivo overnight; Thailandia, tasso obiettivo pct a 14 giorni. ³ In unità di moneta nazionale per dollaro USA; Repubblica ceca e Polonia, rispetto all'euro; medie mensili.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

Grafico V.9

inflazionistica associata a episodi di debolezza della valuta è stata osservata anche in Sudafrica nell'ultimo scorcio del 2000 e nei primi mesi del 2002, in Israele sempre agli inizi di quest'anno e in Indonesia nel 2000. In Polonia la tendenza generale dello zloty a rafforzarsi è coincisa con un calo dell'inflazione a livelli inferiori a quelli della fascia obiettivo nel 2001. Ciò ha indotto la banca centrale ad adottare un'impostazione più distensiva per gran parte dell'anno.

L'orientamento della politica monetaria è stato a volte modificato anche quando le variazioni del cambio non costituivano una minaccia immediata per l'obiettivo di inflazione, in quanto paiono aver pesato altre considerazioni connesse con il valore esterno della moneta. Ad esempio, la Banca Nazionale della Repubblica ceca è tornata a condizioni monetarie più espansive nei primi mesi del 2001 in un contesto di crescita rallentata, persistente vigore della corona e ampio disavanzo commerciale, benché l'inflazione fosse già risalita entro la propria fascia obiettivo. In Thailandia, dopo il recupero del baht nella seconda metà del 2001, a fine anno la banca centrale ha iniziato ad abbassare i tassi d'interesse dati i timori per la debole dinamica della crescita e della domanda di beni di esportazione. Agli inizi del 2002 le condizioni monetarie sono state ulteriormente allentate anche per facilitare quegli aggiustamenti del tasso di cambio che non avrebbero danneggiato gli esportatori. In questi casi, la rilevanza attribuita dai responsabili delle politiche a fattori diversi dall'inflazione è stata comunicata al pubblico mediante, ad esempio, la dichiarazione ufficiale che accompagnava ciascuna decisione, la pubblicazione dei verbali delle riunioni periodiche o i rapporti sull'inflazione.

Il quadro operativo della politica monetaria ha altresì implicazioni per lo spazio di manovra di una banca centrale di fronte a un'evoluzione sfavorevole del cambio. Se come saggio ufficiale si utilizza un tasso d'interesse del mercato monetario a più lungo termine (come in Polonia, nella Repubblica ceca e in Thailandia), vi è un maggior grado di libertà nel lasciar fluttuare il tasso overnight in risposta a momentanee pressioni speculative sui cambi. Se invece si opta per il tasso overnight (come nel caso di Brasile, Cile e Corea), può risultare difficile consentire ai tassi di mercato di scostarsi persistentemente dall'obiettivo ufficiale senza che ciò venga percepito come un allontanamento dall'indirizzo dichiarato.

Interventi valutari

Gli interventi ufficiali possono essere utilizzati in funzione complementare, ovvero come un'alternativa nei casi in cui si ritenga ingiustificato un mutamento immediato della politica monetaria. Essi affrontano direttamente i timori connessi con il tasso di cambio e possono segnalare il punto di vista delle autorità sull'origine di tale problema. Negli ultimi anni le economie emergenti che perseguono obiettivi espliciti di inflazione, nonché alcuni paesi industriali in situazione analoga come Australia e Svezia, hanno fatto ampio uso di interventi sia verbali sia sterilizzati al fine di integrare la propria strategia di "inflation targeting" oppure affrontare problemi specifici. Pur essendovi la possibilità di impiegare interventi non sterilizzati, essi rappresentano di fatto un cambiamento d'indirizzo della politica monetaria attuato sui mercati valutari. In quanto tali, non accrescono il margine di manovra delle banche centrali.

... e a determinati timori di natura non inflazionistica

La scelta del tasso ufficiale può influire sullo spazio di manovra

Ricorso ad altri strumenti ufficiali ...

... quali gli
interventi verbali ...

Mediante gli interventi verbali i responsabili delle politiche possono far conoscere la propria valutazione della situazione e segnalare i propri intendimenti. Ad esempio, alla luce del persistente vigore della corona negli ultimi anni, la banca centrale della Repubblica ceca ha dichiarato pubblicamente di essere pronta a considerare la possibilità di un intervento. Anche il preannuncio di operazioni ufficiali sul mercato in Brasile e Cile nel 2001 può essere interpretato alla stregua di un intervento verbale.

... e quelli
sterilizzati

Analogamente, l'opinione delle autorità ufficiali riguardo all'orientamento attuale e prospettico della politica monetaria può emergere anche dagli interventi sterilizzati noti o presunti. Nella Repubblica ceca, ad esempio, con un'inflazione ritenuta sostanzialmente sotto controllo, nel 2000 si è preferito contrastare il vigore della corona con interventi dichiarati anziché con modifiche del tasso d'interesse. Una linea d'azione analoga è stata seguita in Cile nel 2001 in reazione al rapido deprezzamento del peso. In entrambi i casi, gli interventi sono parsi ribadire che l'indirizzo della politica monetaria era considerato appropriato e sottolineare le preoccupazioni relative all'andamento dei cambi. Per contro, le vendite di dollari effettuate dal Brasile nel 2001 sono servite ad evitare un eccessivo inasprimento monetario, in quanto la decelerazione dell'attività economica e la minaccia di un crescente onere per il servizio del debito rendevano indesiderabile un ulteriore aumento dei tassi d'interesse. La pubblicazione del calendario degli acquisti ufficiali di dollari in Thailandia verso la fine del 2001 potrebbe aver preannunciato le successive riduzioni dei tassi.

Vi è motivo di ritenere che determinati canali mediante i quali potrebbero agire gli interventi sterilizzati funzionino meglio per le valute dei paesi emergenti che non per le maggiori monete a grande mercato. Un intervento può influire direttamente sul cambio in quanto modifica l'offerta relativa di attività in moneta nazionale e in valuta estera. Questo *effetto di portafoglio* potrebbe essere relativamente più importante nei mercati emergenti, specie in quelli dell'Asia orientale, dove le riserve valutarie delle banche centrali sono cospicue rispetto sia al volume delle contrattazioni sui mercati locali dei cambi sia allo stock di moneta nazionale (tabella V.3). Inoltre, intervenendo come market-maker, la banca centrale può concorrere a contenere dinamiche di mercato capaci di autoalimentarsi e ripristinare la consapevolezza dell'esistenza di un rischio tanto al rialzo quanto al ribasso. Questo *effetto di liquidità* potrebbe concernere in modo particolare i paesi emergenti con mercati meno spessi. Le iniziative delle banche centrali brasiliana e cilena intese a fornire obbligazioni, oltreché riserve, in dollari per agevolare il funzionamento dei mercati nel corso del 2001 possono essere interpretate in quest'ottica.

Minore impiego
degli interventi sui
mercati a termine

Per quanto riguarda il segmento di mercato specifico interessato da un intervento ufficiale, negli ultimi anni la situazione sembra mutata. In passato alcune banche centrali avevano fatto ricorso a interventi sul mercato degli strumenti a termine e derivati. Nonostante il vantaggio di non essere soggette a vincoli immediati di bilancio in termini di importo, operazioni di questo tipo paiono essere divenute meno frequenti. Ciò è dovuto in parte alle notevoli perdite generate dalle operazioni a termine durante le crisi valutarie degli anni novanta e alla crescente importanza attribuita di recente alla responsabilità e alla trasparenza dell'operato delle banche centrali. La strategia attualmente

seguita dal Sudafrica di chiudere le proprie posizioni a termine costituisce un esempio in questo senso.

Sebbene gli interventi valutari costituiscano un utile strumento alternativo, nel farvi ricorso occorre soppesarne i vantaggi a fronte dei potenziali limiti e costi. Anzitutto, essi non sempre riescono a influire sul cambio. Inoltre, nella misura in cui riducono eccessivamente la volatilità della moneta, rischiano di pregiudicare la crescita della capacità di market-making del settore privato. Un'analogia è fornita dal mercato interbancario interno, dove una minore frequenza delle manovre volte a livellare la variabilità dei tassi d'interesse è ritenuta propizia per lo sviluppo del mercato stesso. Un ulteriore costo potenziale è costituito dal fatto che, qualora un intervento venga considerato rivelatore degli obiettivi e delle preferenze dei responsabili delle politiche, il messaggio rischia di essere frainteso. Ciò potrebbe a sua volta pregiudicare l'efficacia dell'azione ufficiale. A questo proposito può essere utile uno sforzo inteso a comunicare al pubblico l'atteggiamento e l'approccio adottati dalle autorità riguardo agli interventi. Ad esempio, alla luce dell'esperienza del 2001, agli inizi di quest'anno la banca centrale svedese ha pubblicato un documento ufficiale per chiarire le procedure seguite nel quadro degli interventi sul mercato dei cambi.

Valutazione di costi e benefici

Controlli sui movimenti di capitali

Spesso affrontata solo sommariamente nella trattazione dei regimi monetari e di cambio, la possibilità di introdurre o inasprire i controlli sui capitali resta nella pratica una valida opzione di politica economica per una serie di paesi emergenti. L'esperienza recente insegna che in determinati casi questi controlli, ove ben concepiti e attuati, possono utilmente sostenere altre politiche o proteggere l'economia dagli aspetti destabilizzanti dei flussi di capitali.

I controlli sui capitali restano in certi casi un'opzione possibile ...

Ne costituisce un esempio l'obbligo di riserva infruttifera sugli afflussi di capitali introdotto dal Cile negli anni novanta. Riducendo l'effetto sul cambio di una politica monetaria restrittiva, tale obbligo ha concorso a conciliare le divergenti esigenze degli obiettivi interni ed esterni dell'economia. Esso ha contribuito a limitare la volatilità dei cambi scoraggiando gli afflussi di capitali a breve in favore degli investimenti di più lungo periodo. Si ritiene poi che abbia agevolato la transizione dell'economia verso un regime di cambi flessibili e una piena liberalizzazione dei movimenti di capitali.

In Malaysia l'imposizione di controlli sui deflussi di capitali nel 1998 è stata accompagnata dall'introduzione di un ancoraggio del cambio. Tuttavia, i controlli sono stati utilizzati altrove anche nel contesto di regimi flessibili durante episodi di movimenti valutari sfavorevoli. Nel 2000, ad esempio, in presenza di pressioni al ribasso sul cambio l'Indonesia e la Thailandia, oltre a ricorrere agli interventi valutari (e a un aumento dei tassi d'interesse nel caso dell'Indonesia), hanno cercato di ostacolare le vendite allo scoperto limitando l'accesso degli operatori internazionali alle rispettive valute. Agli inizi del 2002, quando il baht è tornato a rafforzarsi, la Thailandia ha poi allentato alcune delle suddette restrizioni.

I controlli sono stati inoltre impiegati come opzione di ultima istanza allorché l'utilizzo sia della politica monetaria sia degli interventi ufficiali era

per qualche ragione vincolato. A titolo di esempio, in risposta all'aggravarsi del deprezzamento del rand, le autorità sudafricane hanno inasprito l'applicazione dei controlli sui cambi nell'ultimo scorcio del 2001. In quel momento le pressioni inflazionistiche non apparivano ancora tali da giustificare una stretta monetaria, mentre un intervento sul mercato dei cambi non era di fatto proponibile, dato il basso livello delle riserve valutarie e l'impegno a ridurre le proprie esposizioni a termine.

... ma anch'essi hanno dei limiti

Anche i controlli sui capitali, come gli interventi ufficiali, presentano costi e limiti. Una loro applicazione rigorosa comporta di regola elevati oneri amministrativi. I vincoli introdotti potrebbero non consentire la distinzione tra investimenti desiderabili e capitali meno proficui; al tempo stesso l'atteggiamento negativo degli investitori nei confronti dei controlli rischia di limitare ulteriormente l'accesso dell'economia ai mercati finanziari internazionali. Provvedimenti pervasivi possono ostacolare lo sviluppo del settore finanziario e non rappresentano in ogni caso un'alternativa ai necessari progressi nelle riforme a livello sia macro che micro.

I timori legati al cambio persisteranno ...

In conclusione, la gran parte dei paesi emergenti considerati si trova ancora nelle fasi relativamente iniziali di aggiustamento a un contesto di maggiore flessibilità dei cambi. Per le proprie caratteristiche strutturali e, in determinati casi, l'esigenza di riprendersi da crisi recenti, le economie di questi paesi sono generalmente più vulnerabili di quelle dei paesi industriali alle conseguenze dei movimenti valutari su inflazione, crescita e sistema finanziario. Pertanto, almeno nel breve periodo, è presumibile che i movimenti dei cambi continuino a costituire un fattore relativamente più significativo nelle scelte di politica economica. Un'efficace comunicazione delle intenzioni delle autorità circa il ruolo del cambio sarà fondamentale per la credibilità dei regimi operativi adottati. A più lungo termine, tuttavia, gli sforzi intesi a ridurre alcune delle vulnerabilità intrinseche – quali ad esempio lo sviluppo insufficiente dei mercati valutari – dovrebbero mitigare i timori connessi con le oscillazioni dei cambi.

... ma potrebbero essere mitigati riducendo le vulnerabilità intrinseche

VI. I mercati finanziari

Aspetti salienti

I mercati finanziari hanno dato prova di notevole tenuta di fronte alle gravi difficoltà emerse nel periodo in esame. Essi hanno dovuto misurarsi con il brusco rallentamento dell'economia mondiale, gli attacchi terroristici negli Stati Uniti dell'11 settembre 2001 e le rivelazioni sul fallimento di Enron. Nonostante questi eventi, le condizioni di mercato sono rimaste ordinate e le disfunzioni operative si sono tutte rivelate di breve durata. Le quotazioni azionarie si sono adeguate con lentezza alla flessione congiunturale. Il netto calo dei prezzi susseguito all'11 settembre si è rapidamente invertito, e verso la fine dell'anno i listini di borsa in tutto il mondo hanno segnato guadagni sulla scia della rinnovata fiducia in una vigorosa ripresa. I mercati dei titoli di debito privati hanno dimostrato una resilienza ancor maggiore; gli spreads creditizi, compresi quelli sui prestiti di paesi emergenti, si sono ridotti nel corso dell'anno, una tendenza interrotta solo temporaneamente dagli eventi di settembre. Da rilevare che i mercati obbligazionari hanno continuato a mostrarsi ricettivi nei confronti delle emissioni di prenditori societari, anche di quelli estromessi dal comparto della carta commerciale.

Accanto ai segni di resilienza, non sono tuttavia mancati motivi di inquietudine. Nonostante la correzione intervenuta al principio del 2000, le valutazioni azionarie sono rimaste elevate rispetto agli utili correnti. Nei primissimi mesi di quest'anno i problemi contabili di Enron e i connessi sviluppi hanno portato gli operatori a dubitare dell'integrità delle informazioni su cui si basano i mercati finanziari. Le implicazioni della vicenda Enron si sono estese al segmento della commercial paper USA, che ha riservato l'accesso esclusivamente ai prenditori di prim'ordine. Anche se gli eventi in Argentina hanno avuto solo un impatto limitato su altre economie emergenti nel 2001 e agli inizi del 2002, le condizioni del finanziamento esterno sono rimaste deboli per molti mutuatari sovrani con più basso merito di credito. Nei mercati dei derivati OTC, infine, la supremazia di un ristretto numero di intermediari ha posto rischi di concentrazione.

Funzionamento dei mercati

Due eventi in particolare spiccano fra quelli che hanno messo a dura prova la tenuta dei mercati nel periodo sotto rassegna: gli attacchi terroristici negli Stati Uniti dell'11 settembre 2001 e il fallimento di Enron in dicembre. Le sedi di contrattazione hanno funzionato sorprendentemente bene all'indomani degli attentati. Nonostante la devastazione dell'area sud di Manhattan – dove sono dislocate molte istituzioni finanziarie, infrastrutture di mercato e linee

Resilienza dei mercati di fronte a gravi shock

di comunicazione – le attività di negoziazione e di finanziamento sono state interrotte solo temporaneamente, e i mercati sono tornati alla normalità in tempi relativamente brevi. Il dissesto di Enron, ancorché meno cruento degli eventi dell'11 settembre, ha pregiudicato in misura forse maggiore la fiducia degli operatori, in quanto ha fatto dubitare della qualità delle informazioni sulle singole società.

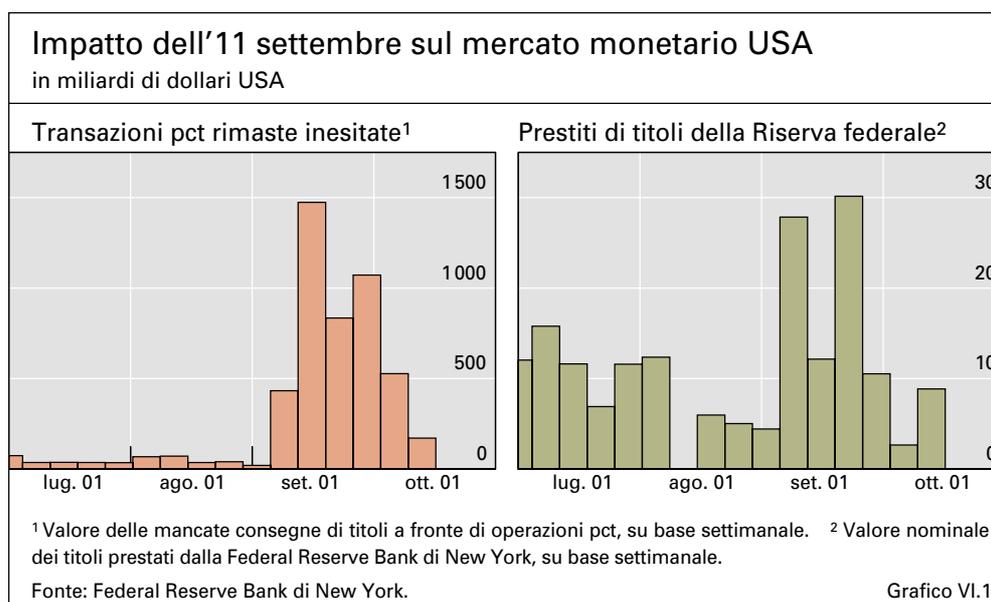
Le disfunzioni susseguite all'11 settembre

Gli attacchi terroristici provocano serie disfunzioni ...

Gli attacchi terroristici dell'11 settembre, nonché le loro conseguenze in termini di vite umane e di danni alle infrastrutture urbane di New York, hanno causato gravi disfunzioni nel settore finanziario statunitense. Il New York Stock Exchange è rimasto chiuso per quattro giornate, circostanza che non si verificava dagli anni trenta. I mercati a pronti e pct dei titoli del Tesoro USA sono stati colpiti in modo particolare a causa delle perdite subite da diversi "inter-dealer brokers", dei guasti alle linee di comunicazione e dello spostamento di un'importante clearing bank dalla sua base operativa primaria. Nei giorni successivi agli attentati tutti questi problemi hanno impedito il regolamento di operazioni pronti contro termine per miliardi di dollari. Ciò ha provocato un aumento senza precedenti nel numero di transazioni inesitate nei mercati a pronti e pct dei titoli del Tesoro (grafico VI.1), che a sua volta ha fatto lievitare la domanda di valori specifici, in particolare delle Treasury notes di più recente emissione.

... ma la risposta di autorità e operatori non si fa attendere

Le autorità e gli operatori hanno reagito con prontezza. La banca centrale statunitense ha immesso ingente liquidità nel sistema bancario e ridotto il tasso obiettivo sui federal funds alla riapertura dei mercati azionari USA il 17 settembre. Per far fronte alle difficoltà del mercato pct, la Riserva federale ha altresì adottato una serie di misure, fra cui l'allentamento dei vincoli previsti per l'accesso al suo schema di prestito in titoli. A fine settembre essa aveva ceduto titoli per \$70 miliardi, accettando in garanzia i valori per cui vi era meno domanda. Altre banche centrali hanno abbassato i tassi ufficiali,

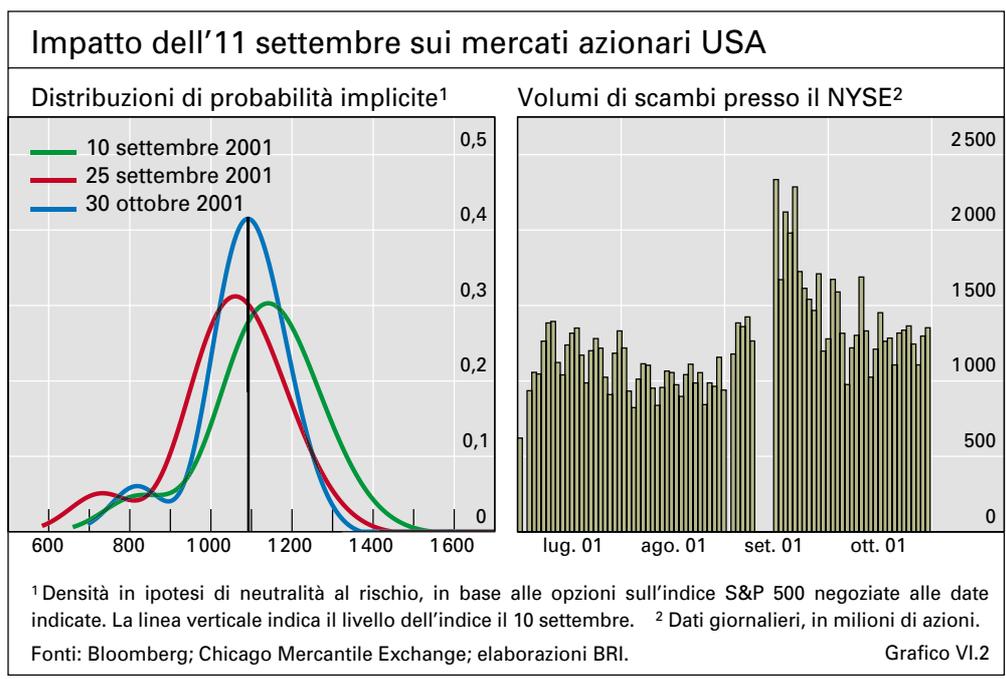


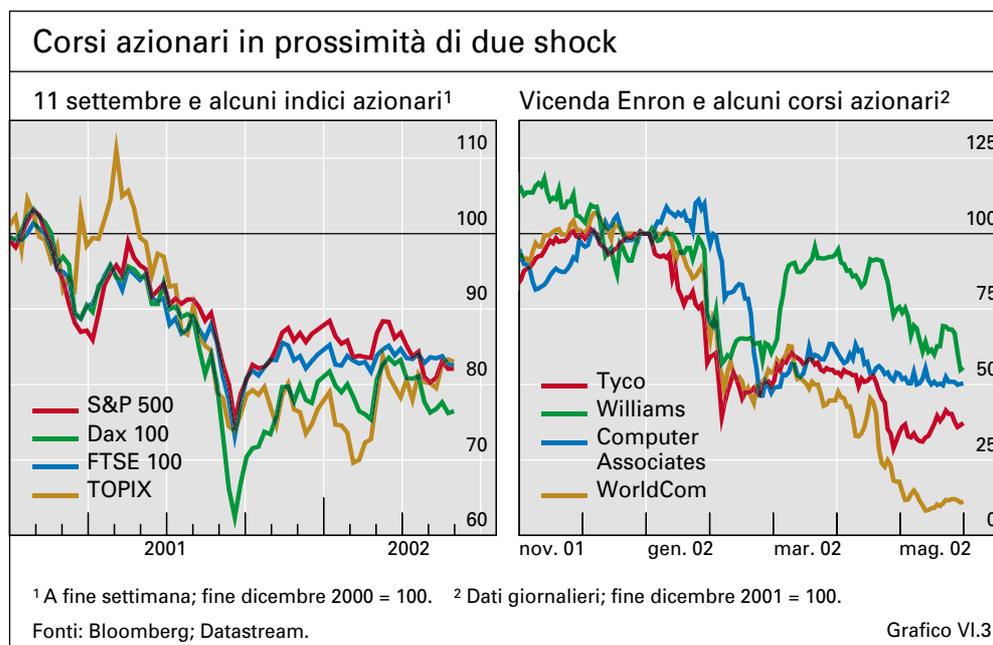
stipulando in alcuni casi accordi di swap con la Riserva federale per attenuare i timori di una scarsità di dollari a disposizione delle istituzioni finanziarie estere. Gli operatori hanno esteso gli orari di regolamento e collaborato in vario modo al fine di favorire la distribuzione della liquidità.

Di grande ausilio per queste iniziative sono stati i piani di emergenza allestiti due anni prima in previsione dei problemi informatici connessi con il passaggio all'anno 2000. Nondimeno, una grave lacuna di tali piani di emergenza è stata la mancanza di verifiche sull'efficienza dei sistemi di comunicazione "backup-to-backup". Alcuni operatori partivano dal presupposto che l'eventuale avaria del proprio sistema non avrebbe coinciso con quella dei sistemi delle controparti; altri non disponevano neppure, presso le proprie installazioni IT secondarie, delle informazioni necessarie per stabilire i contatti "backup-to-backup" con i loro corrispondenti. Per giunta, in molti casi le linee telefoniche che collegavano tali installazioni transitavano per lo stesso centro di smistamento di quelle primarie, ossia presso il World Trade Center. L'interruzione dei collegamenti ha bloccato per diversi giorni le attività di negoziazione e compensazione. Nondimeno, le iniziative assunte dagli operatori – fra cui la condivisione di risorse – e il frenetico lavoro delle aziende di pubblici servizi hanno limitato la portata delle disfunzioni.

Assenza di verifiche fra i sistemi di "backup"

Gli attentati hanno acuito i timori di una drastica correzione al ribasso dei corsi azionari. Già prima dell'11 settembre la distribuzione a breve termine dei rendimenti di borsa implicita nei prezzi delle opzioni su indici azionari mostrava una certa asimmetria delle aspettative nel senso di un forte calo delle quotazioni (grafico VI.2). La probabilità attesa di un siffatto calo è aumentata marcatamente subito dopo gli attacchi e si è protratta fino agli inizi di ottobre. Dopo che i corsi azionari sono tornati a salire, la varianza della distribuzione è diminuita, a indicazione di un minor grado complessivo di incertezza, anche se i prezzi delle opzioni implicavano ancora una certa asimmetria verso un sensibile ribasso dei listini.





Alla riapertura dei mercati azionari USA, le pressioni in vendita accumulate durante i giorni di chiusura si sono tradotte in volumi record di scambi (grafico VI.2), i quali non hanno peraltro sopraffatto la capacità di assorbimento delle borse. Quasi tutti gli altri mercati erano pressoché tornati alla normalità a distanza di una settimana dagli attacchi. La volatilità infragiornaliera del tasso sui federal funds si è mantenuta su livelli eccezionalmente elevati fino a ottobre, benché il tasso effettivo non sia mai salito molto al di sopra del valore obiettivo. L'ultimo a tornare alla normalità è stato il mercato pct, dove le transazioni non andate a buon fine sono rimaste numerose fino al mese di ottobre; in realtà, esse erano cresciute nelle settimane immediatamente successive agli attentati a causa della carenza di titoli "on-the-run", che vengono impiegati come collaterale. La situazione ha cominciato a migliorare il 4 ottobre, allorché il Tesoro USA ha collocato un'ulteriore tranche dell'emissione decennale corrente mediante un'asta straordinaria. A metà ottobre la quota di operazioni non perfezionate nel mercato pct era scesa a livelli contenuti.

Il mercato pct è l'ultimo a tornare alla normalità

Le implicazioni della vicenda Enron

Nel dicembre 2001 la Enron Corporation, uno dei più grandi operatori nel mercato dell'energia, ha richiesto l'ammissione alla procedura fallimentare. Secondo la maggioranza degli osservatori, l'impatto immediato del dissesto del colosso energetico sulla stabilità e la liquidità dei mercati in cui aveva operato è stato insignificante rispetto a quello dell'11 settembre. Le contrattazioni si sono prontamente spostate sulle società concorrenti. Molte imprese hanno segnalato perdite sulle loro esposizioni nei confronti di Enron. Tuttavia, grazie soprattutto ai miglioramenti nella gestione del rischio di controparte in questi ultimi anni e allo sviluppo dei mercati dei derivati creditizi, tali perdite sono state gestibili e non hanno minacciato la solvibilità di altre aziende. Anzi, l'impiego di notes collegate al merito di credito e altri derivati creditizi, che ha

Il fallimento di Enron non riesce a destabilizzare i mercati dell'energia

permesso un'efficace copertura delle esposizioni verso la società fallita, nonché l'ordinato regolamento della maggior parte di questi contratti hanno di fatto rafforzato l'interesse degli operatori per tali strumenti.

Un aspetto singolare delle circostanze alla base del collasso di Enron è che tutte le diverse componenti del governo d'impresa sono sembrate palesare nello stesso momento la loro inadeguatezza. Consiglio di amministrazione, revisori esterni, analisti di mercato, agenzie di rating, creditori e investitori, nessuno di loro è stato in grado di valutare criticamente il modo in cui la direzione di Enron fosse riuscita a conseguire una progressione dei profitti manifestamente fuori dell'ordinario. Nella fattispecie, ben pochi si sono interrogati circa la natura delle numerose transazioni fuori bilancio, dietro le quali si nascondevano perdite operative in continua ascesa.

Il contestuale insuccesso delle varie componenti del governo societario evidenzia un importante fattore comune: la tendenza dei conflitti d'interesse nel processo informativo a intensificarsi allorché una singola impresa o il mercato nel suo insieme mostrano risultati eccellenti. I moderni mercati hanno elaborato meccanismi di controllo per salvaguardare l'integrità di tale processo (si veda la sezione conclusiva di questo capitolo); nel caso di Enron, questi meccanismi non hanno funzionato. È significativo il fatto che la reazione del mercato azionario al fallimento della società ai primi di dicembre sia stata di gran lunga meno grave di quella di fine gennaio alle notizie sulla distruzione di documenti da parte dei revisori o, ancora, dei primi di febbraio allorché sono state rese note le modalità con cui Enron si avvaleva di partecipazioni incrociate e "special purpose vehicles" per gonfiare i profitti e dissimulare le perdite. Di conseguenza, i prezzi azionari hanno cominciato a scontare rischi di natura contabile. Il mercato ha penalizzato in maniera particolare i titoli delle grandi imprese con bilanci relativamente poco trasparenti (grafico VI.3, riquadro di destra).

Carenze a tutti i livelli del governo d'impresa

Il mercato reagisce agli scandali emersi in seguito

Mercati azionari

Per gran parte del 2001 gli investitori hanno mostrato un persistente ottimismo, dapprima tendendo a minimizzare le indicazioni di un rallentamento mondiale e, in seguito, anticipando risolutamente l'avvio di una ripresa sostenuta. Anche se il mutare delle opinioni circa la durata e l'entità della fase contrattiva, nonché le conseguenze di quest'ultima sugli utili societari, hanno determinato l'alternanza di aumenti e diminuzioni negli indici azionari (grafico VI.3, riquadro di sinistra), nel complesso è comunque prevalso un elevato grado di fiducia. L'ottimismo è stato in ampia misura alimentato dalla consapevolezza dell'efficacia della politica monetaria. Ma in definitiva a scuotere la fiducia non sono stati gli andamenti macroeconomici, bensì gli aspetti contabili. Nei primi mesi del 2002 l'accresciuto scetticismo sull'affidabilità dell'informativa di bilancio seguito al fallimento di Enron ha acuito l'incertezza riguardo alle valutazioni azionarie. Ciò nonostante, i rapporti prezzo/utili hanno toccato livelli senza precedenti. Alla luce sia del drastico calo dei profitti causato da rettifiche di valore straordinarie sia dell'aumento dei premi di rischio azionario dovuto alle incertezze sui bilanci societari, le quotazioni

evidenziavano un ostinato ottimismo di fondo circa la crescita futura dei profitti aziendali.

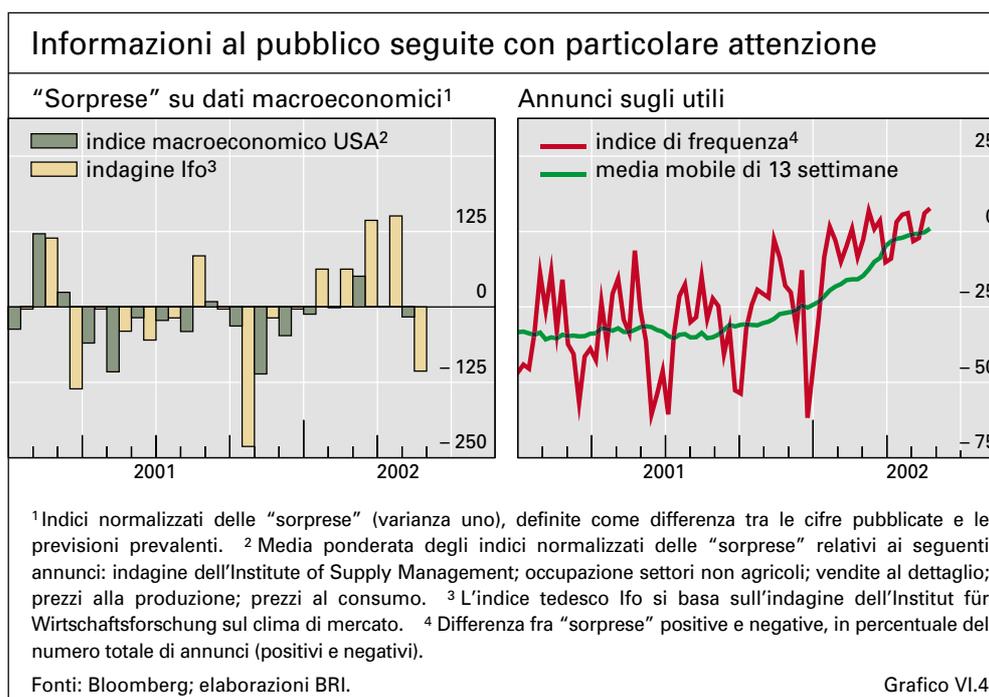
Adeguamento al ciclo economico

Il rallentamento non incide sul clima di mercato fino all'estate

Il mercato azionario si è adeguato con lentezza alla decelerazione economica mondiale. Dopo un anno di correzioni i listini hanno segnato un rialzo nell'aprile 2001, grazie soprattutto al radicato convincimento che la distensione monetaria avrebbe contrastato la recessione. Durante l'estate il peggioramento delle condizioni macroeconomiche e una serie di deludenti segnalazioni di utili societari hanno infine persuaso gli investitori che il rallentamento era in atto e che il settore delle imprese non sarebbe stato risparmiato (grafico VI.4). Le società tecnologiche sono state ancora una volta colpite duramente, sia perché la precedente eccessiva ascesa delle valutazioni era stata ancor più marcata rispetto a quella di altri settori (si veda la 71ª Relazione annuale), sia a causa di rettifiche di valore sorprendentemente cospicue. Se inizialmente vi era una certa fiducia che l'Europa non sarebbe stata penalizzata come il Nord America, questa convinzione è venuta meno in seguito alla pubblicazione di dati congiunturali deludenti, in particolare quelli rivelati dalle indagini Ifo durante i mesi estivi. Di conseguenza, i mercati azionari europei hanno continuato a muoversi in stretta sintonia con quelli statunitensi per tutto il periodo sotto rassegna.

I prezzi toccano il punto minimo nella seconda parte di settembre

I corsi azionari hanno raggiunto il punto più basso nelle due settimane successive agli attentati dell'11 settembre. In un primo momento questi ultimi hanno acuito i timori di un prolungato rallentamento globale, determinando una generale "fuga" verso valori rifugio. I prezzi azionari hanno però cominciato a riprendersi a distanza di una settimana dalla riapertura dei mercati a New York. Gli investitori sono stati incoraggiati dall'allentamento



della politica monetaria concordato su scala mondiale, oltre che dai favorevoli sviluppi politici. In altri termini, l'incertezza susseguita agli attacchi – ancorché di proporzioni eccezionali – si è rivelata solo temporanea, essendosi dissolta in buona parte subito dopo il ritorno dei mercati alla normale operatività.

Un ulteriore mutamento del clima di fiducia pare essere intervenuto in ottobre, allorché il recupero conseguito grazie alla buona tenuta dei mercati è sfociato in una fase rialzista protrattasi sino a fine anno. Gli investitori hanno cominciato a scontare un forte rilancio del ciclo, nonostante le "sorprese" prevalentemente negative contenute negli annunci macroeconomici più seguiti. Essi sono parsi rassicurati dal pronto allentamento monetario, dalla sostanziale assenza di peggioramenti negli indicatori macroeconomici e dalle notizie di una lieve crescita del PIL statunitense nel quarto trimestre. I successi militari della coalizione anti-talebana in Afghanistan hanno fugato i timori di un conflitto prolungato e destabilizzante in quell'area. Diversamente dalla dinamica registrata per gran parte del 2001, gli annunci sugli utili societari nel primo trimestre 2002 hanno avuto la tendenza a ripartirsi più equamente fra sorprese positive e negative rispetto alle previsioni degli analisti.

Paradossalmente, proprio quando i dati sulle prospettive globali sono tornati a volgere in positivo, i mercati azionari hanno cominciato nuovamente a vacillare. Nel gennaio e febbraio 2002 le rivelazioni in merito alle inesattezze nei bilanci pubblicati da diverse importanti società hanno ingenerato un diffuso scetticismo circa l'integrità dell'informativa fornita dalle imprese; ciò ha scosso la fiducia degli operatori e contribuito ad arrestare l'ascesa delle quotazioni. Sebbene le sue manipolazioni contabili rappresentassero il caso più eclatante, Enron non era l'unica società ad aver tentato di manovrare gli utili dichiarati. Ad esempio, il fallimento in dicembre di Global Crossing ha portato alla ribalta la prassi di impiegare accordi di scambio su capacità telecom per gonfiare artificialmente i profitti segnalati. Gli investitori hanno reagito con vendite generalizzate di titoli azionari, concorrendo così ai ribassi della gran parte dei maggiori indici a cavallo fra gennaio e febbraio.

La borsa giapponese ha fortemente risentito della debolezza del settore finanziario interno e della sensazione che non vi fossero progressi nell'azione di riforma. Pur coincidendo con quello di altri mercati azionari mondiali, il declino dei principali indici nipponici fra maggio e settembre è stato di gran lunga più pronunciato. L'indagine *Tankan* pubblicata in luglio ha messo in luce un'economia sorprendentemente fragile, e le successive notizie circa il deterioramento delle prospettive globali sono sembrate deprimere la piazza di Tokyo più che gli altri maggiori mercati. Dopo gli eventi di settembre i listini giapponesi non hanno seguito la fase rialzista mondiale, e ai primi di febbraio 2002 l'indice Nikkei ha toccato il suo livello più basso da 18 anni. Un aspetto singolare è che potrebbe essere stato proprio il tracollo di una grande impresa edile alla fine di quel mese a innescare l'ascesa dei prezzi in marzo: gli investitori si aspettavano un salvataggio della società, e hanno forse interpretato il suo fallimento come il segnale dell'avvio di un serio processo di ristrutturazioni societarie e finanziarie nell'immediato futuro.

I mercati risalgono malgrado gli sfavorevoli annunci macroeconomici ...

... ma le rivelazioni su Enron scuotono la fiducia degli investitori agli inizi del 2002

I titoli giapponesi non seguono i rialzi mondiali

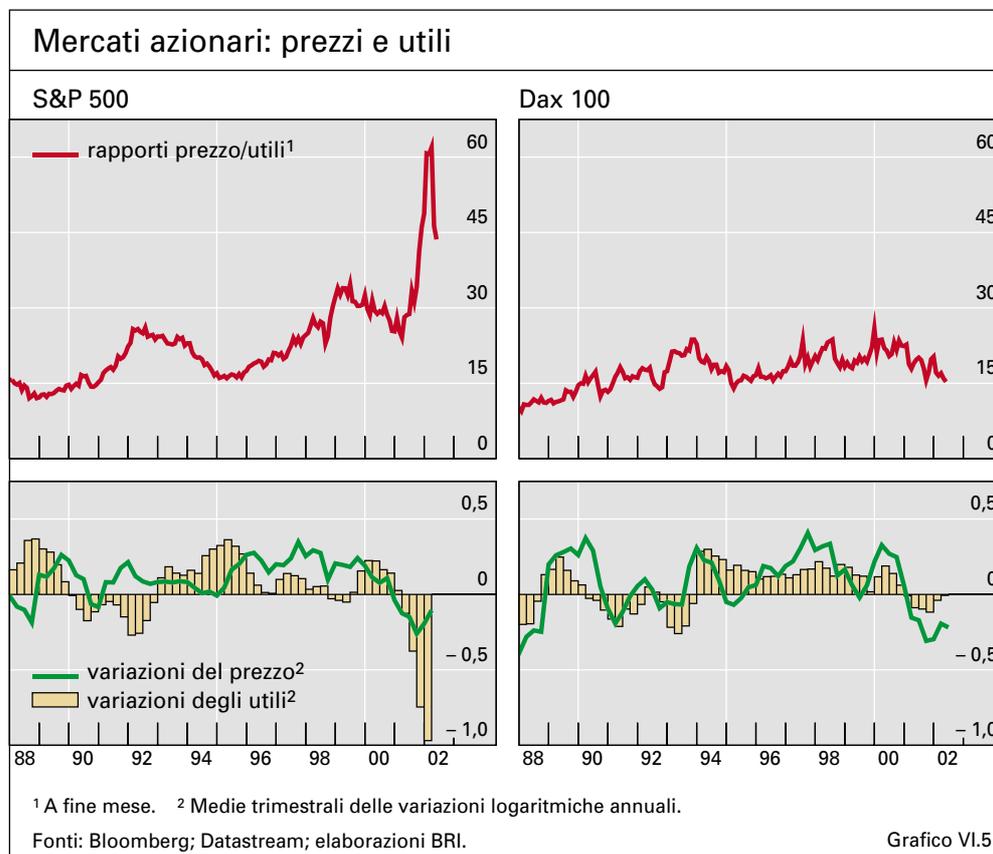
Permane l'ottimismo in un contesto di elevata volatilità

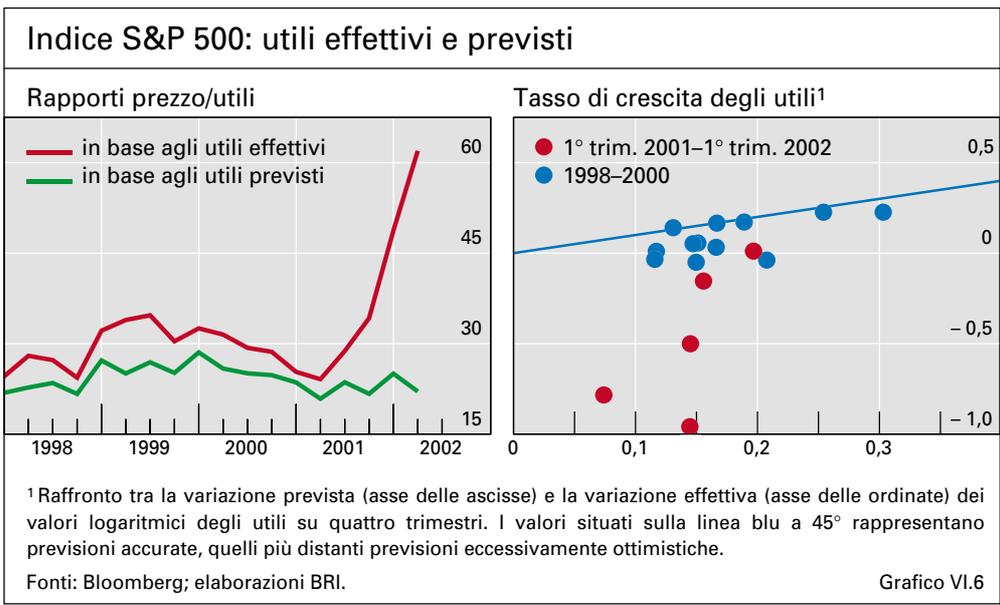
Le valutazioni restano elevate

Malgrado la straordinaria correzione intervenuta a partire dall'aprile 2000, i prezzi azionari hanno continuato a essere sorretti dalle aspettative di rapidi ritmi di crescita dei profitti. Rispetto ai livelli storici, i rapporti prezzo/utigli negli Stati Uniti sono rimasti molto alti lo scorso anno poiché i profitti sono scesi più delle quotazioni (grafico VI.5). In Europa tali indici sono stati più contenuti, visto che prezzi e utili sono diminuiti in misura rispettivamente maggiore e minore di quelli statunitensi. L'elevatezza dei rapporti ha rispecchiato in parte i bassi tassi d'interesse reali, ma anche le attese di un'ascesa degli utili, giacché le quotazioni azionarie tendono ad anticipare un recupero di questi ultimi verso la fine di una recessione. Dinamiche ascendenti dei rapporti prezzo/utigli erano state ad esempio osservate negli Stati Uniti nel 1991-92 e in Germania nel 1993. Va però rilevato che i livelli raggiunti negli USA nel 2001 e 2002 non hanno precedenti: alla fine dello scorso anno l'indice S&P 500 era pari a 49 volte l'ammontare degli utili, ossia un valore più che triplo rispetto a quello medio di 14 registrato nel periodo 1970-1995. A fine marzo 2002 il rapporto ha toccato quota 62.

Brusco calo dei profitti a causa di rettifiche una tantum ...

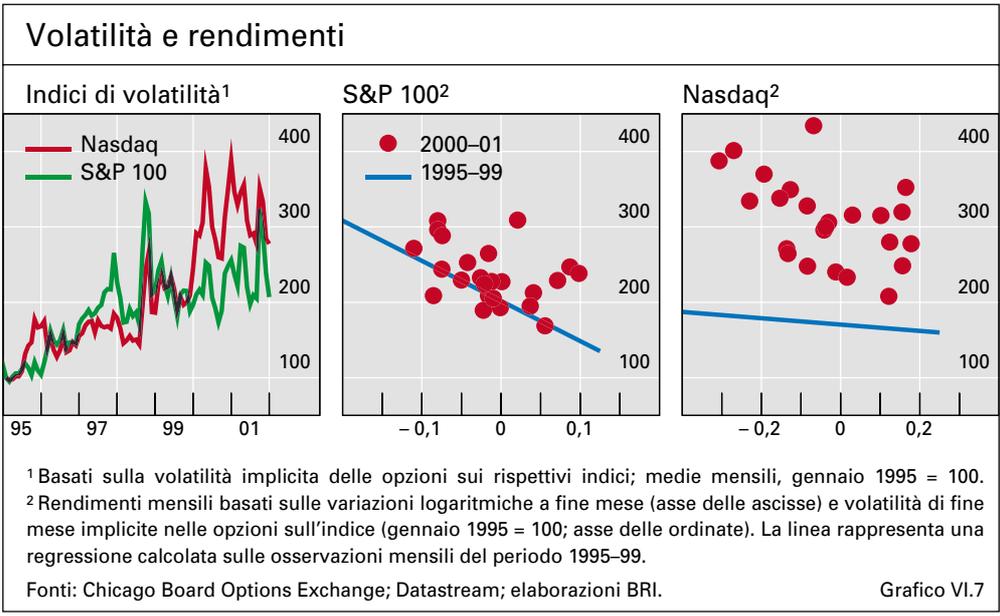
Gli alti indici prezzo/utigli negli Stati Uniti sono anche il frutto di numerose rettifiche straordinarie nei valori dell'attivo, che hanno provocato un crollo degli utili netti dichiarati. Nel 2001 persino imprese con situazioni patrimoniali e prospettive reddituali tutto sommato soddisfacenti hanno preso atto che una quota sostanziale dei loro passati investimenti, soprattutto le molte acquisizioni finanziate mediante lo scambio di azioni ordinarie, altro non era





se non un costoso insuccesso. Di conseguenza, alcuni investitori hanno preferito concentrarsi su indicatori prospettici, quali il cash flow o l'utile operativo per azione, piuttosto che su misure contabili del reddito che incorporavano le svalutazioni di attività. Il fatto di basarsi su tali indicatori comportava implicitamente l'ipotesi che in avvenire siffatti errori di investimento sarebbero stati meno probabili. I rapporti prezzo/utigli basati sui profitti futuri, che scontavano aspettative di una loro forte ripresa, sono stati inferiori a quelli basati sugli utili pregressi (grafico VI.6). Tuttavia, anch'essi sono elevati rispetto ai parametri storici, se si considerano sia il livello dei tassi d'interesse reali sia il presumibile premio al rischio indotto dai problemi informativi legati alla vicenda Enron. Inoltre, negli ultimi anni la crescita degli utili effettivi è stata tendenzialmente inferiore al previsto. Dopo una fase rialzista in cui i risultati economici paiono essere stati spesso manovrati in

... ma le valutazioni rimangono elevate per altre ragioni



modo da innalzarli leggermente al disopra delle previsioni, nel 2001 e agli inizi del 2002 siffatta pratica è apparsa insostenibile.

Aumenta la percezione del rischio anche in presenza di mercati robusti

Le incertezze a riguardo delle valutazioni, insieme alla tendenza degli operatori a reagire bruscamente a ogni seppur minimo accenno di buone o cattive notizie, si sono tradotte in un elevato grado di volatilità giornaliera sui mercati azionari. Nell'aprile 2001, ad esempio, l'annuncio secondo cui gli utili di Dell Computer Corporation sarebbero stati conformi alle stime provvisorie, peraltro riviste fortemente al ribasso, ha determinato balzi del Nasdaq Composite e del MSCI World Index rispettivamente del 9 e del 3% in una sola giornata. I livelli della volatilità implicita nei prezzi dei contratti in opzioni su indici azionari hanno rispecchiato questa tendenza (grafico VI.7). La maggiore variabilità non è dipesa semplicemente dal calo dei corsi azionari. Mentre negli anni precedenti la volatilità implicita era generalmente aumentata al diminuire delle quotazioni, nel 2000 e 2001 essa è salita ben oltre i livelli desumibili dalle passate correlazioni con la dinamica dei prezzi. Ciò è valso in particolare per l'indice Nasdaq, a forte componente tecnologica.

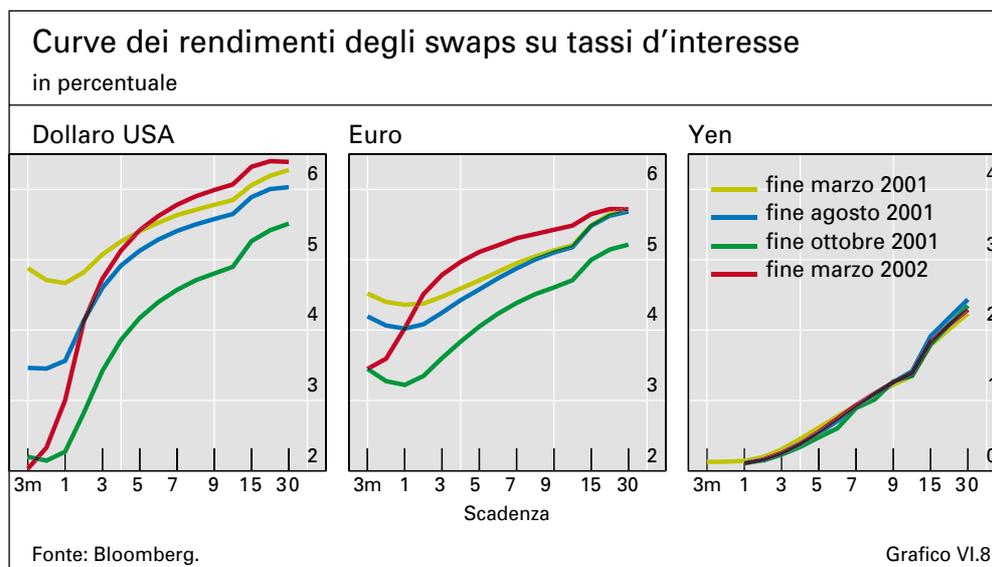
I mercati del reddito fisso

Analogamente ai mercati azionari, nel 2001 e nei primi mesi del 2002 i mercati obbligazionari hanno alternato fasi di ottimismo e di pessimismo. In presenza di un'inflazione pressoché sopita, i rendimenti swap sono stati determinati dalle aspettative circa la durata e l'entità della decelerazione mondiale, nonché i tempi del previsto ritorno a politiche monetarie più stringenti. Gli spreads creditizi, che le attese di una fase contrattiva breve e moderata avevano mantenuto stabili nel primo semestre 2001, sono aumentati nel terzo trimestre allorché si è cominciato a temere un rallentamento più prolungato dell'economia. Nondimeno, la maggioranza degli emittenti societari e sovrani non ha avuto grossi problemi a collocare prestiti a lungo termine. Grazie alla sua resilienza, il mercato obbligazionario si è rivelato un canale di finanziamento particolarmente importante tra la fine del 2001 e gli inizi del 2002, quando le turbolenze nel comparto della CP e l'accresciuta avversione al rischio delle banche commerciali sono sfociate in una contrazione dei fondi reperibili sui mercati degli strumenti debitori a breve.

Le curve dei rendimenti sono influenzate dalla politica monetaria

Le curve dei rendimenti si spostano verso il basso e diventano più ripide ...

Nel periodo in esame le dinamiche dei rendimenti sono state condizionate dalle aspettative circa la reazione delle autorità monetarie alle notizie macroeconomiche. Le curve in dollari e in euro hanno registrato un'inflexione allorché gli indicatori congiunturali sono peggiorati, per poi assumere un'inclinazione nettamente positiva al migliorare delle prospettive (grafico VI.8). Nella prima metà del 2001, in concomitanza con le attese di una contrazione del ciclo relativamente modesta e di breve durata, i rendimenti swap a lunga in dollari e in euro sono rimasti stabili. Da luglio a ottobre essi hanno accusato una graduale flessione, man mano che gli investitori si sono adeguati al deterioramento dei dati macroeconomici e, subito dopo l'11 settembre, si sono riversati sulle emissioni più sicure e quotate. In novembre e nella prima



quindicina di dicembre, l'inversione di questa "fuga verso la sicurezza" e le speranze in una rapida conclusione della fase contrattiva hanno determinato un netto aumento dei tassi a lungo termine. Tali speranze hanno rispecchiato la fiducia nell'efficacia di un nuovo allentamento della politica monetaria USA. Di conseguenza, nei primi mesi di quest'anno la curva in dollari risultava ripida come mai dagli inizi del 1994, sebbene in termini assoluti i tassi a lunga rimanessero prossimi ai minimi storici. Nell'area dell'euro l'inclinazione della curva dei rendimenti è stata meno pronunciata, per effetto di un più moderato rilassamento delle condizioni monetarie.

Caso isolato fra le valute più importanti, la curva in yen è rimasta praticamente stabile per gran parte del 2001 e nei primi mesi del 2002. I tassi a breve si sono attestati in prossimità dello zero, in quanto gli investitori prevedevano che nell'immediato futuro non vi sarebbero state modifiche di rilievo nell'orientamento della politica monetaria giapponese, data la persistente debolezza della crescita. Considerazioni analoghe hanno mantenuto bassi anche i tassi per le scadenze più lontane. Al tempo stesso, si sono osservate episodiche pressioni al rialzo sui rendimenti a lunga, in risposta al costante incremento del debito pubblico. Il deteriorarsi dei conti finanziari e i lenti progressi delle riforme strutturali hanno contribuito a rendere gli investitori più cauti nei riguardi delle attività nipponiche, come rispecchiato dai declassamenti dei titoli di Stato da parte delle principali agenzie di rating.

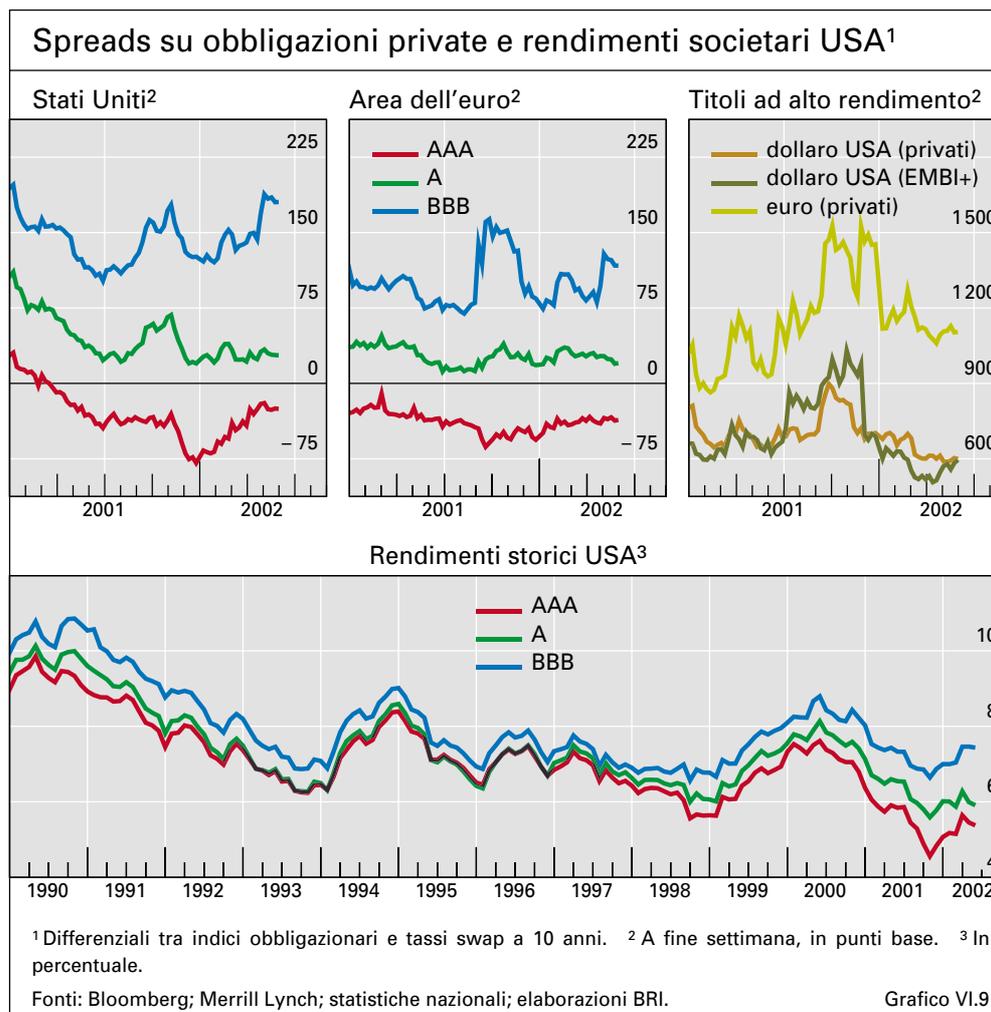
Il mercato dei titoli societari dà prova di resilienza

Il punto di forza dei mercati finanziari mondiali nel periodo sotto rassegna è stata la sorprendente tenuta del comparto delle obbligazioni private. Gli spreads creditizi hanno mostrato la tendenza a restringersi all'aumentare dei rendimenti benchmark allorché gli investitori hanno collegato le prospettive di un miglioramento nel merito di credito delle imprese alle probabilità di un rapido recupero della crescita (grafico VI.9, riquadri superiori). Nel primo semestre 2001 i differenziali sono calati nel momento in cui gli operatori hanno guardato oltre il rallentamento dell'espansione economica e l'incremento dei

... data la fiducia nell'efficacia dell'allentamento monetario

Resta stabile la curva dei rendimenti in yen

Diminuiscono gli spreads societari ...



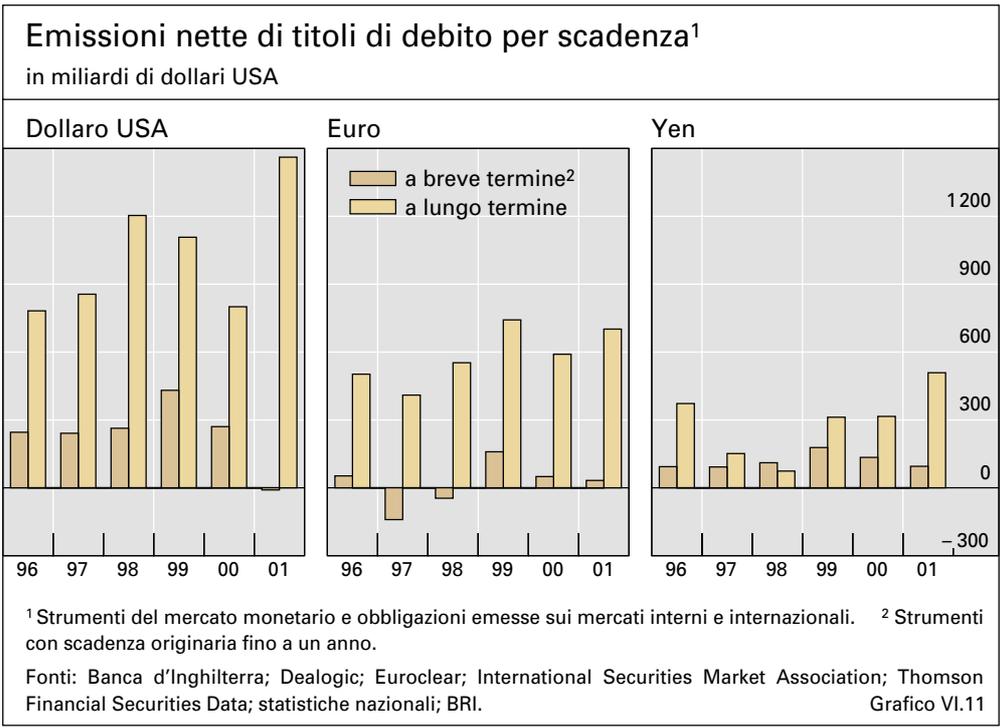
tassi di insolvenza, ritenendo che questi fattori fossero già stati incorporati nei rendimenti obbligazionari. Nel terzo trimestre, in presenza di una congiuntura più sfavorevole del previsto e del perdurante aumento delle insolvenze, gli spreads si sono ampliati per la quasi totalità delle categorie di rischio, per poi diminuire nuovamente in novembre quando è tornato a prevalere l'ottimismo. Come risultato, nel settembre 2001 il costo complessivo del finanziamento è calato a livelli storicamente bassi in termini nominali ed è poi aumentato solo lievemente (grafico VI.9, riquadro inferiore). Sono tuttavia rimaste sacche di scetticismo, come dimostra il maggiore scarto di rendimento fra emissioni BBB e A. I timori sulla qualità dei bilanci societari e sull'attendibilità dei documenti contabili hanno contribuito a un nuovo ampliamento dei differenziali nei primissimi mesi di quest'anno.

Le oscillazioni degli spreads sui titoli delle imprese nel 2001 e 2002 sarebbero da ricondurre almeno in parte all'aumento del premio di liquidità, che ha celato un graduale declino nel prezzo di mercato del puro rischio di credito. Ciò emerge dalla scomposizione dello spread fra obbligazioni societarie in dollari quotate BBB e titoli del Tesoro in tre componenti: rischio di credito, preferenza per la liquidità e premio specifico pagato dagli investitori sulle emissioni più recenti ("on-the-run") del Tesoro USA (grafico VI.10). Il prezzo di mercato del rischio creditizio è sceso progressivamente, se si esclude un breve

... benché permanga un certo scetticismo



picco in settembre, da quasi 150 punti base agli inizi del 2001 a 80 punti circa nel primo trimestre 2002. Questo miglioramento pressoché costante ha invertito il netto incremento dei premi al rischio che aveva accompagnato lo scoppio della bolla tecnologica nel 2000. Le misure convenzionali degli spreads hanno tuttavia mascherato il calo nel prezzo del rischio di credito, poiché esso ha coinciso con la continua ascesa del premio di rendimento richiesto dagli investitori in contropartita della minore liquidità dei titoli.



Forte domanda di finanziamento obbligazionario a lungo termine

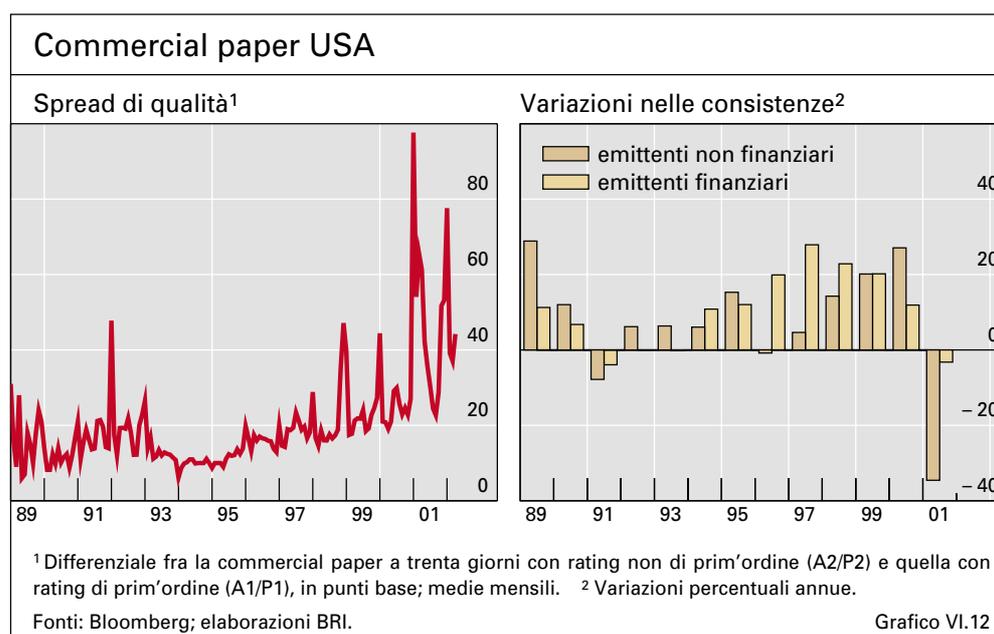
Nonostante il rallentamento economico e le occasionali dilatazioni degli spreads, la raccolta sui mercati obbligazionari a lungo termine è stata sostenuta per quasi tutto il 2001 (grafico VI.11). Ciò è valso in particolare per il comparto del dollaro USA, dove le emissioni nette di titoli societari a lungo termine hanno toccato livelli record. Il comparto dell'euro ha continuato a consolidarsi, stimolato dalla vivace attività delle imprese telecom e automobilistiche. In Giappone la crescita del mercato obbligazionario è stata alimentata dagli ingenti collocamenti di titoli di Stato.

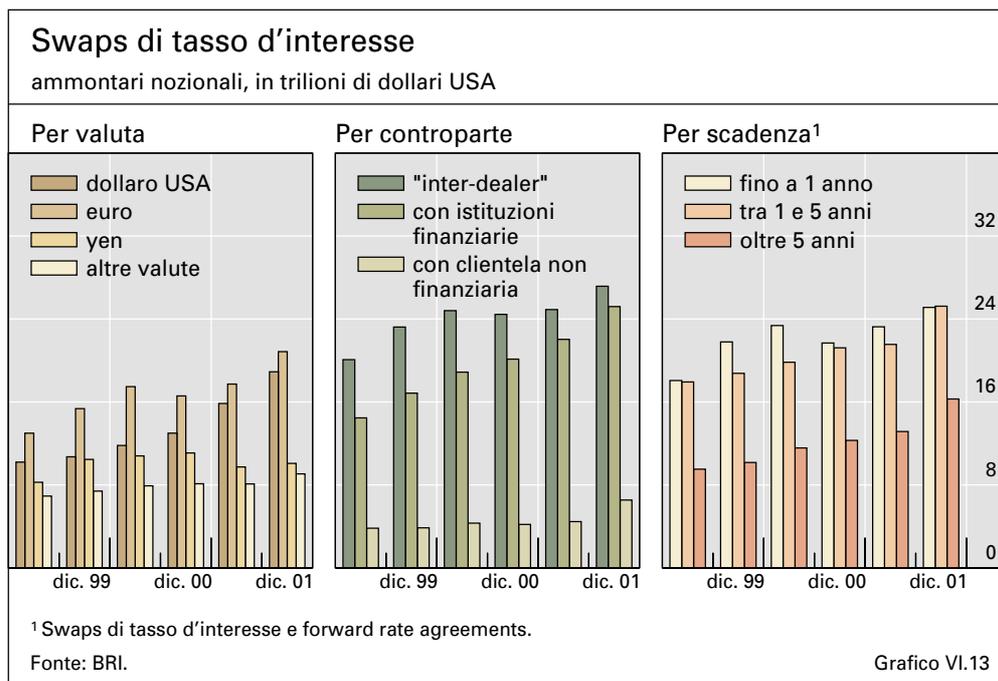
I mutuatari si spostano dal breve al lungo termine

Alcune delle emissioni di strumenti a lungo termine sono attribuibili a una ricomposizione del debito a scapito delle scadenze brevi. La fase contrattiva dell'economia e la conseguente minore esigenza di capitale circolante per le imprese spiegano in parte il calo delle emissioni a breve termine, mentre i livelli storicamente bassi dei rendimenti a lunga hanno incoraggiato gli emittenti a estendere la scadenza del loro debito. Al tempo stesso, talune importanti società statunitensi hanno visto precludersi l'accesso al comparto della CP a causa del declassamento del loro rating, ma hanno potuto agevolmente reperire fondi sul mercato delle obbligazioni societarie. Nell'area dell'euro le imprese hanno rimborsato crediti di prefinanziamento a breve ottenuti nel 2000 e 2001 a fronte di acquisizioni societarie e acquisti di licenze di telefonia mobile della terza generazione.

Calano le emissioni di CP a causa del maggiore rischio di credito ...

Negli Stati Uniti le difficili condizioni di raccolta sul mercato della CP hanno costretto molti prenditori a ridurre il loro ricorso a questo canale. Le inadempienze di aziende elettriche californiane nel gennaio 2001 hanno colto di sorpresa molti investitori in carta commerciale, accentuando la loro sensibilità al rischio di credito. A sua volta, ciò ha esacerbato la reazione al crescente numero di declassamenti in corso d'anno. In un mercato in cui agli acquirenti di gran lunga più importanti, ossia i fondi d'investimento del





mercato monetario, è fatto divieto di detenere più del 5% del loro portafoglio in titoli di qualità non primaria, declassamenti e insolvenze hanno finito col ridurre ulteriormente una domanda già di per sé esigua. L'accresciuta avversione al rischio ha contribuito all'eccezionale ampiezza e volatilità degli spreads sul mercato della CP in dollari USA (grafico VI.12). L'entità del calo nelle emissioni di questi strumenti dimostra ancora una volta l'anomalia delle attuali difficoltà del comparto in questione. Mentre nel 1991, all'epoca della precedente recessione negli Stati Uniti, le consistenze in essere di CP facenti capo a emittenti non finanziari erano diminuite dell'8%, nel 2001 esse hanno subito una flessione del 35%. Inoltre, i mutuatari si sono rivolti in misura crescente al mercato della CP garantita da attività, dove l'impiego di crediti correnti come garanzia riduce sensibilmente il rischio di inadempienza.

Ad aggravare i problemi del mercato della CP è intervenuto il fatto che le grandi banche sono divenute sempre più riluttanti a concedere le linee di liquidità fino allora accordate in appoggio ai programmi di emissione. In passato le banche avevano avuto la tendenza ad applicare spreads ridotti su questi finanziamenti, nella speranza di indurre gli emittenti a conferire loro incarichi di collocamento, di consulenza e altre attività più remunerative. I rischi di tale strategia sono emersi in tutta la loro evidenza nel momento in cui diversi mutuatari di alto profilo, dopo essere stati tagliati fuori dal mercato della CP, hanno utilizzato le loro aperture di credito a spreads ben al disotto di quelli di mercato. Poco dopo, il maggior fornitore di tali linee di appoggio ha annunciato la propria intenzione di ritirarsi dall'attività. Paradossalmente, le linee standby erano state create negli anni settanta proprio per alleggerire i problemi di raccolta in un mercato della CP che tendeva a incepparsi. Nel 2001 la revoca di queste linee – ormai divenute in pratica una condizione essenziale per le emissioni di carta commerciale – non ha fatto che aggravare le difficoltà di tale mercato.

... e del ritiro delle linee creditizie di appoggio

Alcuni emittenti si spostano dal tasso fisso a quello variabile

Taluni emittenti di titoli a lungo termine hanno preferito continuare a pagare tassi a breve stipulando contratti swap su tassi d'interesse, e ciò ha favorito l'ulteriore crescita dei segmenti a medio e a lungo termine di questo comparto (grafico VI.13). La domanda aggiuntiva di finanziamenti a tasso fisso ha concorso a ridurre gli spreads degli swaps in dollari ed euro rispetto ai titoli del Tesoro nel primo trimestre 2002. Tuttavia, la quota delle controparti non finanziarie sul totale degli scambi è rimasta alquanto contenuta.

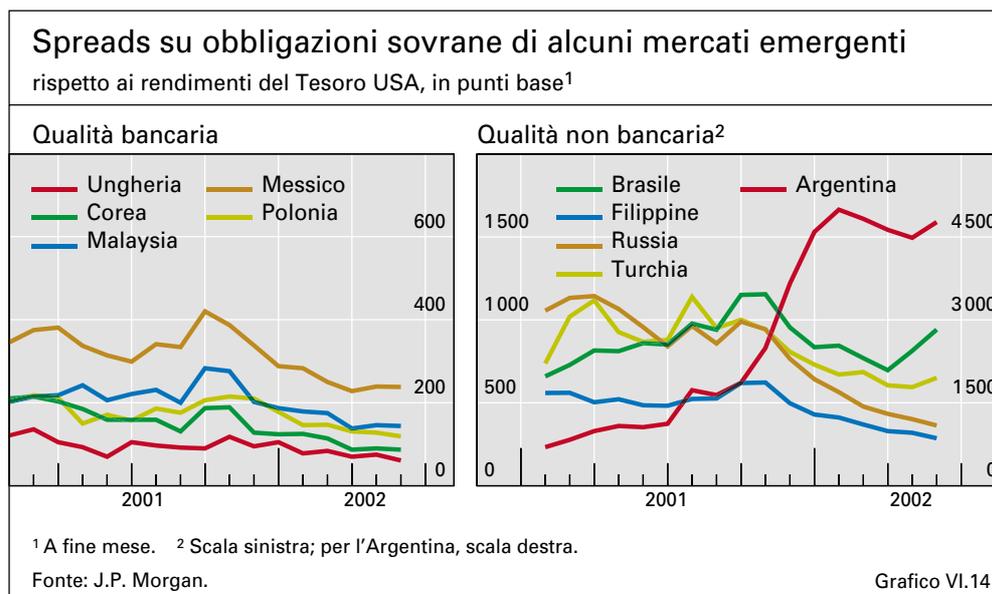
Finanziamento creditizio esterno delle economie emergenti

La resilienza mostrata dai principali mercati finanziari nel periodo in esame ha contrassegnato anche i paesi emergenti. Il rallentamento mondiale e le turbolenze in Argentina e Turchia non hanno impedito alla gran parte degli emittenti di godere di favorevoli condizioni di finanziamento esterno; gli spreads creditizi hanno infatti mantenuto un andamento stabile o sono persino calati. Nondimeno, i flussi di fondi verso le economie emergenti sono rimasti pressoché invariati: le emissioni nette di titoli di debito internazionali da parte di mutuatari dell'area sono ammontate a \$45 miliardi nel 2001, in linea con la media osservata nel 1998–2000, mentre i rimborsi di posizioni bancarie sull'estero hanno continuato a superare i nuovi crediti, determinando una contrazione di \$14 miliardi nella posizione debitoria sull'estero. La riduzione dei flussi è attribuibile alla minore presenza degli investitori nelle economie in situazione critica, nonché alla debole domanda di finanziamento esterno in Asia e nei paesi esportatori di petrolio. I mutuatari a più alto rating alla ricerca di fondi sui mercati delle obbligazioni internazionali hanno trovato un facile accesso, mentre per quelli meno quotati la raccolta è stata più problematica.

Limitati effetti di contagio, nonostante le gravi crisi

Drastica riduzione del credito a Turchia e Argentina

Le banche e gli investitori obbligazionari hanno ridotto drasticamente il credito ai paesi colpiti dalle crisi. Nel 2000 i residenti turchi, in particolare le banche, figuravano al primo posto fra i prenditori emergenti sul mercato dei prestiti sindacati e il governo argentino era stato il più grande emittente di obbligazioni internazionali. Nel 2001 entrambi i paesi hanno incontrato grossi ostacoli nell'accedere ai mercati internazionali. Gli spreads sul debito turco sono stati alti e volatili sino a fine anno; quelli argentini sono aumentati nettamente a più riprese, con picchi in luglio, dopo che un'asta di titoli pubblici era andata quasi deserta, e in novembre, quando il governo ha annunciato la ristrutturazione delle passività detenute dai residenti (grafico VI.14). Verso la fine del 2001 la Turchia ha potuto cautamente far ritorno ai mercati, grazie al rafforzamento del programma FMI, mentre i finanziamenti privati e ufficiali all'Argentina sono stati interrotti. Le banche internazionali hanno ridimensionato lo scorso anno le loro posizioni creditorie del 24% nei confronti della Turchia e del 12% verso l'Argentina. Un segno più eloquente delle difficoltà incontrate da quest'ultimo paese è stato il massiccio rimpatrio di attività esterne da parte di banche locali per far fronte alle esigenze di liquidità in dollari. Tra la fine del 2000 e la fine del 2001 l'ammontare dei depositi collocati da banche argentine presso istituti all'estero è sceso da \$23 a 6 miliardi.



Anche per altre economie le condizioni di finanziamento non sono state facili nell'anno sotto rassegna. Particolarmente vulnerabili sono stati i paesi con un servizio del debito relativamente oneroso o con problemi interni di diverso tipo. Gli eventi in Argentina hanno aggravato le pressioni economiche e finanziarie in Uruguay, e ciò è costato al debito del paese la perdita dell'ambito rango di qualità bancaria. Gli spreads sulle passività del Venezuela si sono ampliati al venir meno della fiducia degli investitori nell'azione di governo, per poi restringersi nel febbraio 2002 grazie alla libera fluttuazione del bolivar.

Gli episodi di contagio hanno avuto vita breve e una portata per lo più limitata. Pressioni in vendita hanno colpito in luglio un novero sorprendentemente ampio di mercati emergenti, compresi Brasile e Sudafrica, in risposta all'insuccesso dell'asta argentina. Oltre a ciò, la generale "fuga verso la qualità" innescata dagli eventi dell'11 settembre ha provocato un aumento degli spreads applicati a molti mutuatari emergenti. Tuttavia, in entrambi i casi la revisione del prezzo per il rischio si è rivelata temporanea; le tendenze precedenti si sono prontamente ristabilite, in quanto gli investitori hanno operato un'attenta differenziazione fra i vari mercati emergenti. Ad esempio, in Brasile la dinamica degli spreads obbligazionari a metà ottobre appariva totalmente sganciata da quella argentina; l'ampliamento registrato nel secondo trimestre di quest'anno ha rispecchiato incertezze politiche di natura essenzialmente interna.

L'inadempienza del governo argentino alla fine dell'anno ha avuto scarse conseguenze immediate su altri mercati emergenti. Come spiegato nel Capitolo V, il lungo periodo di incubazione della crisi, il ritiro degli investitori ad alto grado di leva dai mercati emergenti e l'adozione di regimi di cambio flessibile in molti paesi hanno contribuito ad arginare il contagio. Inoltre, il ridotto numero di investitori "crossover" sui mercati odierni – operatori che investono essenzialmente in titoli di qualità bancaria, ma che sono autorizzati

Il contagio limitato in luglio e settembre ...

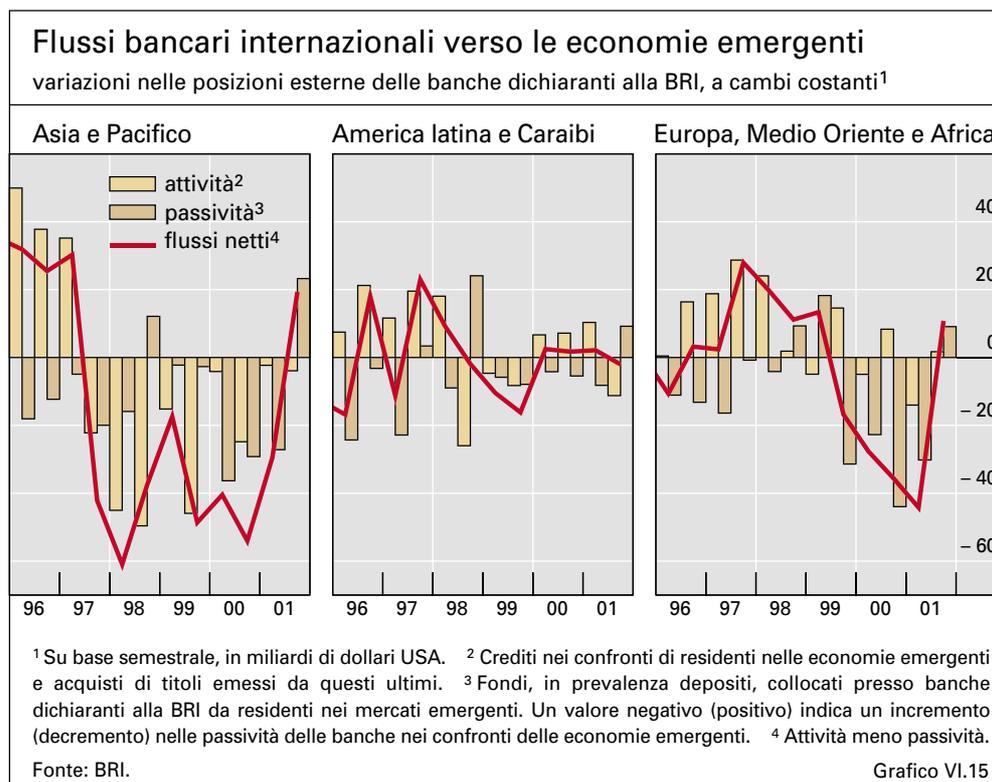
... si tramuta poi in vantaggi per altri mercati emergenti

entro certi limiti a detenere strumenti di qualità inferiore – ha indebolito i legami fra i vari mercati finanziari. Mentre gli investitori “crossover” tendono a smobilizzare l’intera categoria di rischio in periodi di volatilità, gli investitori “dedicated” esposti unicamente nei confronti di mercati emergenti concentrano la loro attenzione sull’affidabilità creditizia relativa dei vari paesi. Lo spostamento di quest’ultima categoria di investitori dai titoli argentini ai prestiti di altri mutuatari emergenti spiega in parte il calo degli spreads obbligazionari in Brasile e Messico anche quando quelli sul debito argentino sono fortemente aumentati.

Buona accoglienza degli investitori alle emissioni obbligazionarie

A differenza di quanto accaduto per i paesi colpiti dalle crisi, durante quasi tutto il periodo sotto rassegna gli investitori hanno riservato una buona accoglienza alle emissioni di prenditori con merito di credito elevato o in aumento. Gli spreads applicati ai mutuatari di qualità bancaria come Corea, Malaysia e Messico sono rimasti stabili o si sono persino ridotti nel 2001 e agli inizi del 2002 (grafico VI.14). Lo scorso anno il Messico ha spodestato la Turchia quale maggiore prenditore dell’area emergente sul mercato bancario internazionale. Alcuni mutuatari sovrani a più basso rating ma con condizioni economiche fondamentali in miglioramento, tra cui Filippine e Russia, hanno parimenti avuto un più facile accesso ai mercati internazionali dei titoli di debito. Le attività bancarie internazionali in essere verso la Russia, che erano calate del 40% nei tre anni successivi alla moratoria sul debito del paese nell’agosto 1998, sono cresciute del 7% nel secondo semestre 2001. In aggiunta, diversi emittenti sovrani hanno iniziato, o sono tornati dopo decenni di assenza,

I mutuatari sovrani di economie solide accedono più facilmente ai mercati ...



a raccogliere fondi sui mercati delle obbligazioni internazionali, come nei casi di Egitto, Perù e Repubblica dominicana.

La Polonia, l'Ungheria e altri paesi impegnati nei negoziati per l'accesso all'Unione europea hanno continuato a beneficiare di considerevoli afflussi di capitali sui mercati interni del reddito fisso. Con tutta probabilità, gli investitori scontano una convergenza dei rendimenti obbligazionari di questi paesi con quelli dell'area dell'euro, così come i rendimenti nei paesi poi confluiti nell'area avevano teso a convergere con i tassi tedeschi nel periodo antecedente l'unione monetaria.

A dispetto delle stabili o migliorate condizioni del finanziamento esterno, molte economie emergenti hanno avuto scarse esigenze di fondi internazionali. In particolare, i paesi dell'Est asiatico e quelli esportatori di petrolio hanno continuato a registrare ampi avanzi correnti. Tuttavia, stante il deterioramento della loro bilancia corrente previsto per il 2002, il fabbisogno di capitali esteri di questi paesi è destinato ad aumentare nel breve periodo (Capitolo III). Segni di regresso erano affiorati già nel secondo semestre dello scorso anno: mentre fra la metà del 1999 e la metà del 2001 i paesi emergenti, in particolare Asia e membri dell'OPEC, avevano collocato presso le banche all'estero depositi per \$249 miliardi, negli ultimi sei mesi del 2001 essi hanno ritirato fondi per \$42 miliardi (grafico VI.15).

In un primo tempo la domanda di finanziamenti esteri era stata ulteriormente raffrenata dalle maggiori opportunità di raccolta sui mercati nazionali. In Messico la crescente liquidità del mercato obbligazionario interno ha determinato un'estensione della curva dei rendimenti in pesos fino alle scadenze decennali, e il governo ha deciso di rifinanziare parte delle sue passività in dollari su tale mercato. In Asia i bassi tassi d'interesse interni e i cambi flessibili hanno aumentato l'attrattiva dell'indebitamento in moneta locale a scapito di quello in valuta estera. A seguito del brusco calo dei tassi a breve in dollari, la situazione ha cominciato però a cambiare verso la fine dello scorso anno; le attività bancarie internazionali verso il Sud-Est asiatico sono aumentate per la prima volta dall'insorgere della crisi finanziaria a metà del 1997. Anche gli afflussi di portafoglio hanno preso slancio, attirati dai rendimenti a due cifre offerti sui mercati azionari locali (Capitolo III).

... ma la domanda di finanziamento esterno è modesta

Motivi di inquietudine

Benché i mercati finanziari abbiano reagito agli eventi verificatisi nel periodo sotto rassegna in maniera più ordinata di quanto molti avessero previsto, permangono delle vulnerabilità. Alcune di esse sono di natura congiunturale. Come già osservato, le valutazioni azionarie sono tuttora eccezionalmente elevate e l'accesso ai mercati dei capitali per i mutuatari con più basso rating, anche nell'area emergente, resta precario. Altre hanno carattere più strutturale. L'alto grado di concentrazione di alcuni segmenti del mercato espone il sistema finanziario a un maggiore rischio di disfunzioni sistemiche. Inoltre, le debolezze di fondo dei meccanismi destinati a produrre informazioni di buona qualità scoraggiano gli investitori, creando potenziali distorsioni nei prezzi di mercato e, conseguentemente, nell'allocazione del capitale.

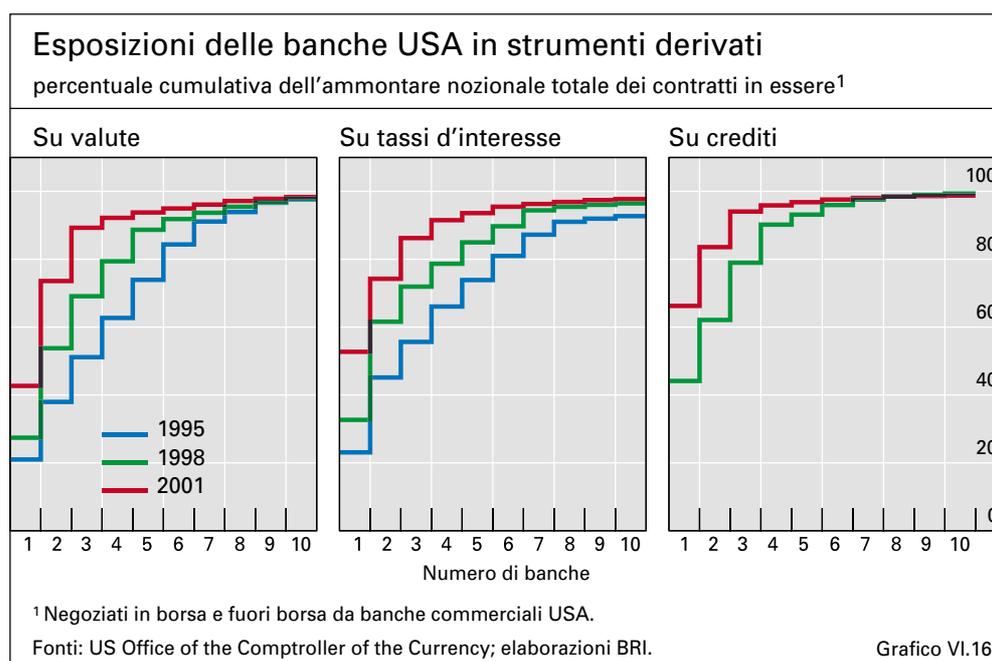
Nonostante la tenuta dei mercati, permangono alcune vulnerabilità

Rischi di concentrazione

L'alto grado di concentrazione dei mercati OTC ...

Per effetto delle numerose fusioni e acquisizioni nel settore dei servizi finanziari durante lo scorso decennio, il grado di concentrazione dei mercati è generalmente aumentato. Sul piano geografico la concentrazione è un fenomeno di lunga data. Secondo l'ultima indagine triennale delle banche centrali, alle piazze di Londra e New York fa capo il 47% dell'attività globale nei mercati dei cambi e il 49% di quella nei mercati derivati "over-the-counter" (OTC). Uno sviluppo più recente è invece l'alto grado di concentrazione istituzionale in taluni segmenti, soprattutto nei mercati OTC. Nel 2001 i tre quarti delle transazioni in valuta effettuate a Londra e New York erano riconducibili a 30 intermediari soltanto, contro 40 del 1995. Inoltre, tre banche totalizzavano l'89% dell'ammontare nozionale di contratti in derivati valutari posti in essere dalle banche statunitensi, contro il 51% nel 1995 (grafico VI.16). Nel mercato USA dei derivati su tassi d'interesse la quota delle tre banche maggiori sul totale nozionale era pari all'86% a fine 2001, rispetto al 56% del 1995, mentre per ciò che concerne i derivati creditizi essa è salita dal 79 al 94% tra il 1998 e il 2001.

Il consolidamento può arrecare notevoli benefici, ma pone altresì dei rischi. Fra i vantaggi principali figura la tendenza delle banche più grandi a diversificare maggiormente i loro portafogli e ad essere quindi meno esposte a shock specifici a livello di impresa, di settore o di area geografica. Ciò potrebbe spiegare in parte perché il sistema bancario statunitense abbia assorbito senza particolari problemi le molte insolvenze verificatesi nel 2001. Nondimeno, nella misura in cui il consolidamento determina una maggiore concentrazione, esso può anche avere un impatto negativo sul funzionamento dei mercati finanziari. Un'area critica è la liquidità. Almeno in parte, l'aumento del premio di liquidità evidenziato nel grafico VI.10 può essere infatti attribuito al consolidamento del settore finanziario. Le fusioni finiscono spesso col provocare una riduzione del



capitale di rischio allocato alle attività di market-making. Il consolidamento può inoltre far innalzare i costi dell'attività di negoziazione rendendo più difficoltosa la diversificazione del rischio creditizio di controparte. Ad esempio, con il progressivo ridursi del numero degli operatori primari, diviene sempre più difficile trovare una contropartita agli ordini della clientela sul mercato "inter-dealer", e ciò si ripercuote negativamente sulla liquidità che tali operatori possono offrire ai loro clienti.

Un altro aspetto critico derivante dalla concentrazione è la vulnerabilità dei mercati ai rischi specifici di un operatore. Nei mercati in cui l'intermediazione è altamente concentrata, i problemi di un singolo dealer possono avere implicazioni per l'intero mercato. Il dissesto della Drexel Burnham Lambert nel 1990 e la conseguente contrazione del mercato delle obbligazioni USA ad alto reddito, dove la Drexel era in posizione dominante, sono illustrativi a tale riguardo. La vulnerabilità dei mercati a tale rischio specifico è acuita dal fatto che il merito di credito dei principali market-makers non si è rafforzato nel corso degli anni. Nel 1994 il più importante intermediario del mercato globale degli swaps su tassi d'interesse era quotato tripla A; agli inizi del 2002 esso risultava declassato di tre gradi alla soglia inferiore della doppia A, pur mantenendo la propria supremazia nei consorzi di sottoscrizione. È singolare, a questo proposito, che le filiali con rating AAA istituite nei primi anni novanta da società di intermediazione mobiliare non siano riuscite ad aggiudicarsi una quota rilevante dell'attività in strumenti derivati.

I mercati si sono adeguati in vari modi per attenuare i rischi di concentrazione. I prenditori delle piazze più importanti possono accedere a un'ampia gamma di opportunità di finanziamento, dal capitale di rischio alla carta commerciale garantita da attività, e riescono facilmente a trovare un mercato che garantisca loro l'accesso. Altri tipi di operatori, come le compagnie di assicurazione e i fondi comuni, sono diventati più attivi in segmenti che erano tradizionale appannaggio di banche o intermediari mobiliari. Per limitare il rischio di controparte nei mercati OTC si ricorre sempre più spesso alle garanzie collaterali e al regolamento giornaliero. È interessante notare che nel 2001 la crescita dei mercati di borsa per la negoziazione di strumenti derivati ha superato quella dei mercati fuori borsa, ribaltando significativamente il profilo dell'attività osservato per buona parte dello scorso decennio.

Il problema della qualità delle informazioni

Altra fonte di vulnerabilità è una certa perdita di fiducia degli investitori nella qualità delle informazioni che essi ricevono sulle società. È stato affermato che la corretta informazione sulla situazione corrente e prospettica delle singole imprese rappresenta la linfa vitale dei mercati. Integrando tali informazioni nei prezzi delle attività, i mercati trasmettono segnali che guidano l'allocazione del capitale nell'economia globale. Anche se sono le società stesse a fornire i dati di base, i mercati si fondano oggi su un sistema articolato di controlli – cui partecipano revisori indipendenti, analisti e altri soggetti – volto ad assicurare e migliorare la qualità dell'informativa. La vicenda Enron non è che la manifestazione più clamorosa dello spirito di un'epoca che ha condotto al progressivo indebolimento dei meccanismi intesi a produrre le informazioni prescritte.

... fa sì che i problemi di un singolo intermediario possano propagarsi all'intero mercato

La corretta informazione è d'importanza vitale per i mercati

La difficoltà di
traslare sugli
investitori i costi
dell'informazione

Anche in condizioni favorevoli, la produzione di informazioni di qualità pone un dilemma di fondo: se è costoso produrre informazioni, è altrettanto difficile traslare il loro onere sugli investitori, poiché quelli che non ne sostengono i costi non possono essere esclusi dai relativi benefici. Di conseguenza, i moderni sistemi finanziari hanno individuato soluzioni che consentono di assumere tali oneri in modo indiretto. I revisori esterni, in particolare, certificano l'attendibilità dei documenti di bilancio di un'impresa, ma è su quest'ultima che ricade il costo del lavoro di revisione. Analogamente, gli analisti interpretano i dati sugli utili di una società, ma il loro compenso è spesso a carico di un operatore in titoli che intrattiene rapporti di altro tipo con la società stessa. Anche se in siffatte circostanze è difficile evitare conflitti d'interesse, nondimeno in passato il sistema di controlli pare aver sostanzialmente funzionato. Evidentemente, revisori e analisti ritenevano la propria reputazione importante abbastanza da indurli a svolgere bene il loro compito di fornire informazioni di qualità.

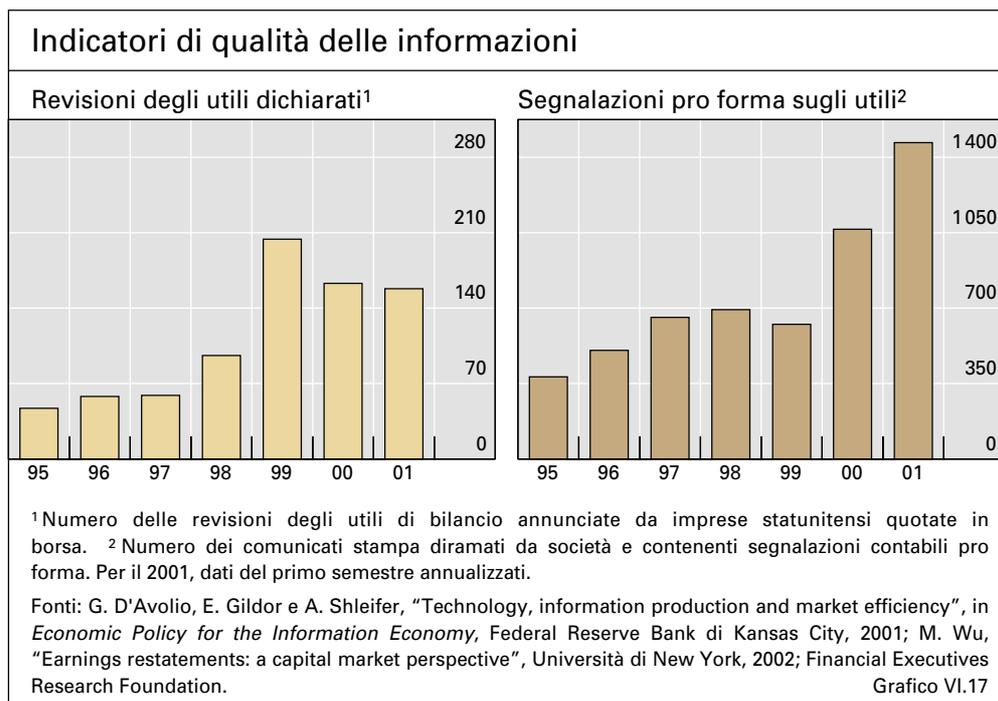
L'esigenza vitale di
tenere alti i corsi
azionari ...

Verso la fine degli anni novanta i titoli "high-tech" hanno determinato un clima rialzista che ha distorto gli incentivi a produrre informazioni affidabili. Le società tecnologiche di nuova ammissione al listino hanno adottato modelli operativi che prevedevano una massiccia spesa in ricerca e sviluppo, limitati utili correnti di gestione e un ampio ricorso alle emissioni azionarie per reperire fondi, remunerare dirigenza e personale, acquisire altre imprese. In alcuni casi, la sopravvivenza di tali società era talmente legata agli alti corsi azionari che l'incentivo a manovrare in tal senso l'informazione ha spesso avuto la meglio sull'importanza della reputazione futura. Per molte altre società la corresponsione di emolumenti sotto forma di "stock options" ha fatto assumere al livello dei corsi un'importanza decisiva, spingendo il management a influenzare oltre misura le quotazioni dei titoli nel breve periodo.

... spinge le
imprese a
manovrare gli
utili ...

Pertanto, le imprese avevano tutto l'interesse a esibire bilanci che dilatassero le aspettative di crescita degli utili. Le società statunitensi, in particolare, potevano avvalersi di criteri contabili che consentivano loro di computare nell'esercizio corrente i proventi di vendite future già perfezionate, di trattare le "stock options" attribuite come remunerazione alla stregua di costi ai soli fini fiscali o di impiegare criteri ottimistici nel valutare i propri fondi pensione. Viste le molte imprese che hanno applicato queste norme fino ai limiti del consentito, si è fatta sempre più strada la tendenza a oltrepassare il segno. Ne è conseguito che un crescente numero di imprese USA ha dovuto rettificare i propri utili (grafico VI.17), e ciò facendo ha inflitto pesanti perdite agli investitori. Nel momento in cui neanche le pratiche contabili aggressive sono riuscite a ottenere i risultati sperati, si è cominciato a ricorrere in misura sempre maggiore alle segnalazioni pro forma, ossia rendiconti integrativi aventi lo scopo di eliminare le cattive notizie per far risaltare la performance della società nella miglior luce possibile. Mentre il numero di rettifiche dei profitti ha raggiunto il massimo nel 1999, l'impiego delle segnalazioni pro forma ha continuato ad aumentare fino al 2001.

Le società di revisione e gli analisti del mercato azionario si sono sempre più trovati ad avere una comunanza di interessi con le imprese che avevano



adottato questa gestione dei profitti aggressiva. Per le società di revisione, gli incentivi ad assecondare tali comportamenti hanno assunto la forma di incarichi di consulenza o di vario tipo, ben più redditizi della funzione di auditing. È stato riscontrato che quanto più alto era il compenso corrisposto a una società di revisione per servizi diversi dalla certificazione del bilancio, tanto più forte era la tendenza ad avvalersi di disinvolute pratiche contabili. Dal canto loro, gli analisti sono stati incentivati dai compensi collegati alle operazioni di collocamento che essi stessi contribuivano a promuovere. Gli analisti appartenenti alle grandi società d'intermediazione hanno infatti avuto la tendenza a prendere in considerazione solo le azioni di imprese potenzialmente in grado di offrire incarichi di collocamento e a formulare unicamente raccomandazioni di acquisto. Durante la fase rialzista delle borse, la prodigiosa abilità di tali professionisti nel prevedere gli utili di bilancio sembra aver accresciuto la loro credibilità presso gli investitori, senza peraltro suscitare particolari dubbi sul fatto che questa apparente preveggenza potesse essere riconducibile alle manipolazioni dei dati sui profitti messe in atto dalle stesse società dichiaranti.

Le implicazioni della vicenda Enron hanno fornito un importante impulso alle iniziative volte a ripristinare la qualità dell'informazione. Tra queste figurano sia i meccanismi autocorrettivi del mercato sia misure di nuova concezione da parte delle autorità di regolamentazione. Dopo aver perso i suoi clienti principali, la società di certificazione di Enron cerca ora di sopravvivere al procedimento penale promosso dal Dipartimento di Giustizia statunitense. Più in generale, le imprese sono divenute più riluttanti a richiedere servizi di consulenza ai loro revisori contabili, mentre alcune grandi società di certificazione hanno dichiarato che non svolgeranno più al tempo stesso mansioni di revisione contabile e di altro tipo per un medesimo cliente. Diversi

... nonché i revisori e gli analisti ad assecondare tali pratiche

Sono in corso iniziative per ripristinare la qualità delle informazioni ...

paesi stanno valutando possibili misure per avvicinare i revisori e separare le funzioni di auditing da quelle di consulenza. Gli analisti alle dipendenze di grandi società d'intermediazione finanziaria hanno subito un duro colpo in termini di reputazione, al punto che gli investitori istituzionali hanno cominciato a destinare maggiori risorse all'attività interna di analisi. Oltre a ciò, il procuratore generale di New York ha obbligato un importante intermediario mobiliare a sganciare i compensi degli analisti dai proventi dell'attività di sottoscrizione. Altre società d'investimento hanno annunciato provvedimenti analoghi.

... ma gli investitori richiedono standard di qualità più rigorosi

Resta da vedere se gli sforzi sin qui compiuti saranno sufficienti a rassicurare appieno gli investitori e a fronteggiare le distorsioni che la prossima fase rialzista inevitabilmente porterà con sé. Questi sforzi sono per lo più tesi a mitigare i conflitti d'interesse negli attuali meccanismi per la ripartizione dei costi dell'informazione. Tuttavia, i recenti avvenimenti hanno talmente scosso gli investitori da indurli a innalzare gli standard qualitativi delle informazioni richieste. Questo atteggiamento del mercato offre una preziosa occasione per elaborare e porre in atto misure addizionali che rafforzino gli incentivi a produrre informazioni di qualità.

VII. L'interazione fra il settore finanziario e l'economia reale

Aspetti salienti

Il rallentamento dell'economia mondiale nel 2001 ha contribuito ad abbassare la redditività di molte istituzioni finanziarie, le quali hanno visto accrescersi il volume dei crediti problematici e ridursi i proventi dell'attività sul mercato dei capitali. Tuttavia, al momento attuale vi sono scarsi segni di difficoltà finanziarie tali da costituire un grave ostacolo per la ripresa economica. La generale resilienza del settore finanziario, malgrado gli eccessi degli ultimi anni novanta, si spiega in ampia misura con il carattere relativamente mite della flessione ciclica. Ma altri fattori vi hanno parimenti concorso, come l'assenza di una bolla dei prezzi degli immobili commerciali sul finire degli anni novanta, il fatto che il finanziamento del boom nel settore tecnologico sia stato in larga parte ottenuto sui mercati dei capitali, nonché la creazione di strumenti finanziari che consentono un'ampia dispersione del rischio di credito.

Se è vero che il sistema finanziario si è finora dimostrato relativamente robusto, la storia insegna che i problemi possono sorgere in modo alquanto repentino. L'ulteriore espansione del debito delle famiglie alimentata dai forti incrementi di valore delle abitazioni aumenta il pericolo di onerosi aggiustamenti dei bilanci, specie se la crescita economica dovesse rivelarsi deludente o se i tassi d'interesse subissero un brusco rialzo. Più in generale, un periodo di lenta crescita potrebbe far emergere nuovi problemi di qualità dei crediti e causare un disimpegno dal rischio sui mercati finanziari.

L'eccezione notevole alla solidità mostrata in generale dai sistemi bancari è costituita dal Giappone, dove le banche continuano a subire perdite sotto il peso dell'ulteriore aumento delle sofferenze e della svalutazione del portafoglio azionario. Benché siano ravvisabili alcuni segni di miglioramento, la debolezza del sistema bancario continua a danneggiare l'economia, e la debole economia continua a danneggiare il sistema bancario. Affinché possano realizzarsi ulteriori progressi occorre un'azione credibile per accrescere la qualità dei bilanci sia nel settore finanziario che in quello delle imprese. È inoltre necessario che le politiche macroeconomiche mantengano un indirizzo accomodante.

La forte interdipendenza fra l'economia reale e il sistema finanziario pone varie sfide alle banche e agli organi di regolamentazione. Una di tali sfide consiste nel determinare in che modo il rischio di credito a livello di singola banca, e del sistema nel suo insieme, sia collegato allo stato dell'economia e agli andamenti complessivi nel settore finanziario. Un'altra è quella di assicurare che i requisiti patrimoniali basati sull'esposizione al rischio non amplifichino i cicli congiunturali permettendo una riduzione inopportuna del patrimonio nelle fasi espansive e richiedendone un aumento, altrettanto

inopportuno, in quelle recessive. Una terza sfida consiste nel definire regole contabili che consentano di valutare i crediti a bilancio in modo appropriato, tenendo conto del valore realistico delle garanzie e degli effetti prodotti dalla situazione economica sulla capacità di rimborso dei mutuatari.

L'andamento delle istituzioni finanziarie e dell'economia

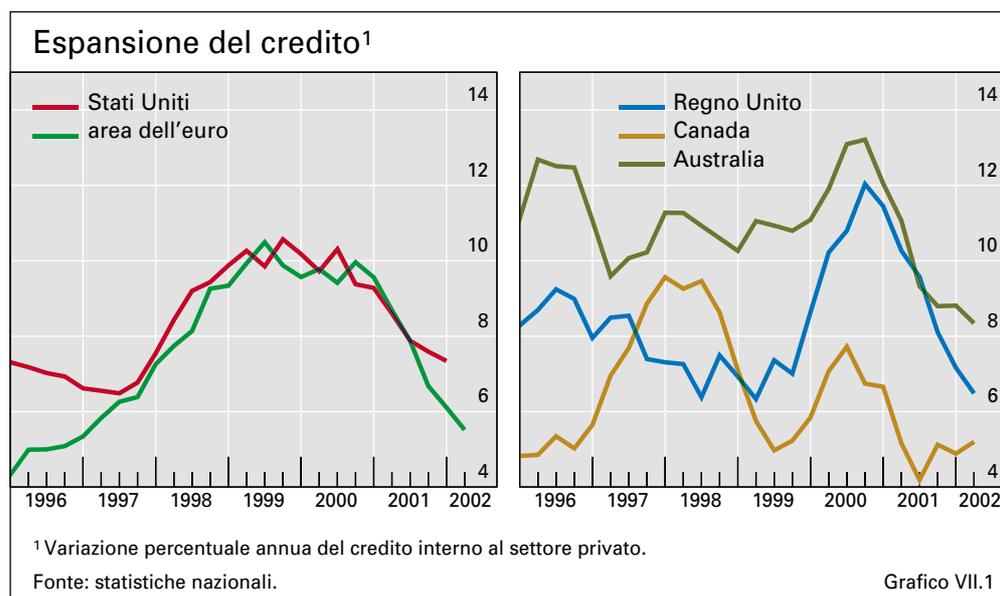
Il ciclo economico incide sulla redditività delle istituzioni finanziarie ...

La performance del settore finanziario e lo stato di salute dell'economia sono strettamente interconnessi. Di regola, durante la fase ascendente del ciclo i prezzi più elevati delle attività, il basso livello delle sofferenze e l'accresciuta operatività sul mercato dei capitali contribuiscono insieme a migliorare i risultati economici delle istituzioni finanziarie. Poi, durante la fase discendente, la redditività tende a calare in linea con i prezzi delle attività, i crediti insoluti aumentano e l'operatività sul mercato dei capitali si riduce fortemente.

... e questa influisce a sua volta sul ciclo

Il nesso di causalità agisce tuttavia anche in senso inverso. L'espansione dell'attività economica è spesso favorita dai più alti profitti delle istituzioni finanziarie e dalla maggiore disponibilità di queste ultime ad assumere rischi e a competere in modo aggressivo nella ricerca di nuovi impieghi. Queste forze espansive sono sorrette dal senso di ottimismo immancabilmente generato da un'economia forte. Nella fase flettente del ciclo il processo può svolgersi in senso contrario. Con il calare della redditività e della fiducia, le istituzioni finanziarie possono essere indotte a disimpegnarsi dal mercato e a ricercare un compenso maggiore per i rischi che sono disposte ad assumere. Le conseguenze per l'economia possono essere considerevoli, specie se nel periodo di contrazione dell'attività produttiva i bilanci delle istituzioni finanziarie subiscono un serio deterioramento.

Molte di queste interazioni di carattere generale fra l'economia e il settore finanziario si sono manifestate con particolare evidenza nell'attuale ciclo economico globale. Nella seconda metà degli anni novanta un senso di euforia aveva permeato diversi segmenti del settore finanziario. Erano stati allentati i criteri di affidamento e gli spreads creditizi si erano ridotti. Inoltre, in numerosi



Redditività delle maggiori banche nel 2000 e 2001									
	Numero di banche	Utili pre-imposta		Oneri per accantonamenti		Margine netto di interesse		Costi operativi	
		2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
		in percentuale sul totale medio dell'attivo							
Stati Uniti	9	1,60	1,22	0,52	0,71	2,91	2,94	3,92	3,62
Giappone	15	0,12	-0,89	0,83	1,58	1,11	1,18	0,88	0,87
Germania	4	0,55	0,14	0,18	0,24	0,82	0,90	1,74	1,62
Francia	4	0,85	0,74	0,17	0,22	0,95	0,94	1,95	1,87
Regno Unito	4	1,65	1,33	0,29	0,31	2,36	2,09	2,68	2,32
Canada	6	1,26	0,92	0,29	0,41	1,89	1,95	2,76	2,84
Spagna	4	1,33	1,20	0,35	0,44	2,65	2,86	2,63	2,60
Australia	4	1,60	1,39	0,20	0,27	2,12	2,12	2,09	2,06
Svezia	4	1,10	0,82	0,07	0,07	1,42	1,40	1,67	1,47
Svizzera	2	0,96	0,42	0,04	0,10	0,73	0,68	2,90	3,02

Fonte: Fitch. Tabella VII.1

paesi era accelerata l'espansione del credito e gli indici di rendimento del capitale proprio delle banche avevano raggiunto livelli non più registrati da vari decenni. Quindi, allorché nei paesi maggiori sono emersi segni di debolezza economica, gli standard creditizi sono stati inaspriti, gli spreads si sono ampliati, l'espansione del credito è rallentata e la redditività di parecchie istituzioni finanziarie ha subito un calo (grafico VII.1 e tabella VII.1).

L'esuberanza finanziaria dell'ultima parte degli anni novanta ha senza dubbio concorso a sostenere la vigorosa crescita produttiva, in particolare nei settori tecnologico e delle telecomunicazioni. Essa ha però anche contribuito a far innalzare i rischi in talune parti del sistema finanziario. Malgrado ciò, e diversamente da quanto accaduto agli inizi di quel decennio, finora non sembrano essere emerse tensioni tali da causare gravi difficoltà finanziarie.

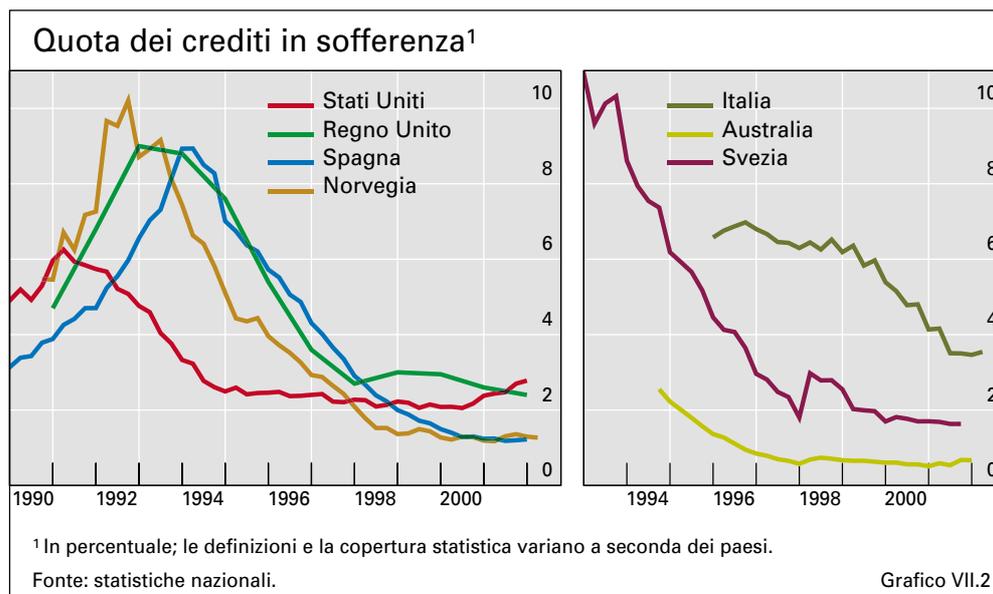
Tendenze recenti

Nell'ultimo anno uno dei principali problemi per gran parte del settore bancario è stato lo scadimento di qualità degli impieghi creditizi. Con il rallentamento delle economie maggiori molte banche hanno dovuto aumentare sensibilmente gli accantonamenti per la svalutazione dei crediti, specie di quelli erogati alle imprese. Vi sono state anche indicazioni di un significativo deterioramento nella qualità di alcuni portafogli al dettaglio non di grado primario. Per molte banche il totale dei fondi accantonati a tale scopo nel 2001 risulta superiore di oltre il 50% alla cifra dell'anno prima.

Nondimeno, la qualità degli impieghi creditizi delle banche rimane in complesso discreta. Nella maggior parte dei paesi industriali la quota dei crediti anomali è tuttora relativamente bassa (grafico VII.2), sebbene in alcuni casi sia prevedibile un suo aumento in conseguenza della debole crescita economica dello scorso anno. Sembra comunque improbabile che l'esperienza dei primi anni novanta possa ripetersi, soprattutto alla luce delle attuali prospettive congiunturali. In tale contesto fa ovviamente eccezione il sistema bancario del Giappone (si veda oltre).

Aumentano gli accantonamenti per perdite su crediti ...

... ma le sofferenze restano ben al di sotto dei livelli dei primi anni novanta

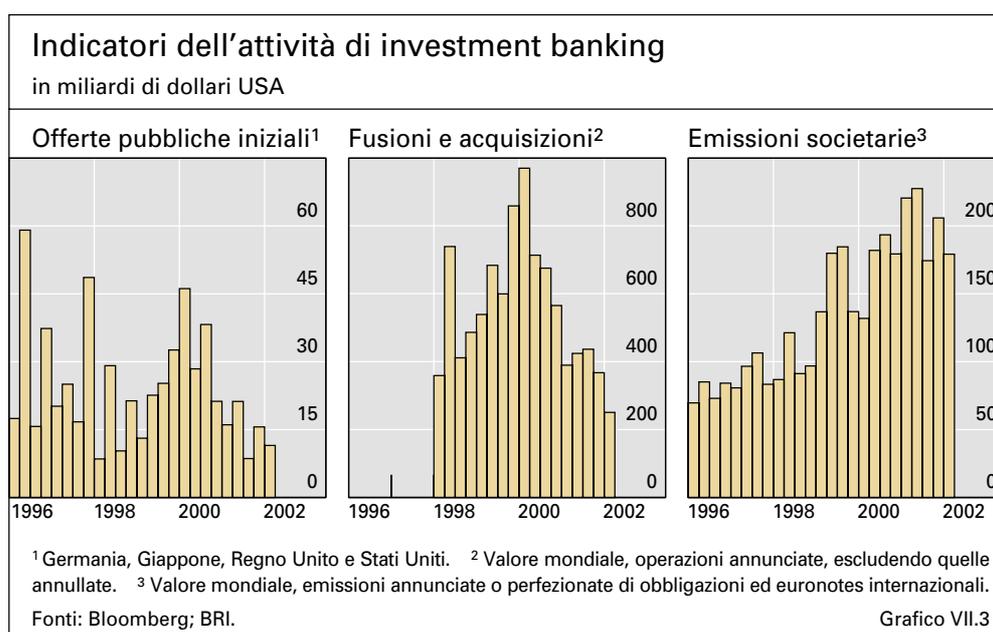


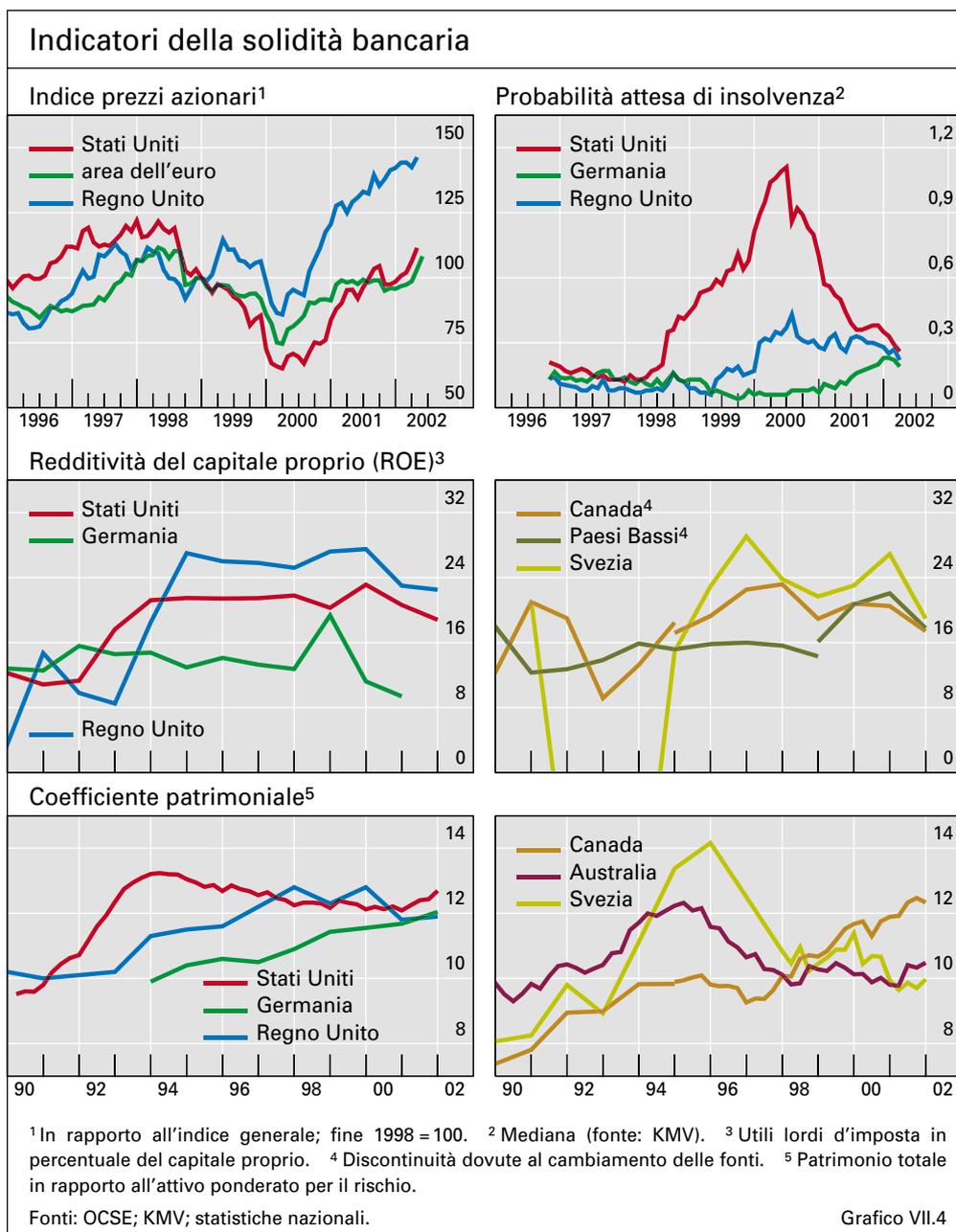
Sono calati i proventi dell'attività sul mercato dei capitali ...

Un altro fattore che ha compresso la redditività di molte banche nel corso del passato anno è stato il calo generale dei proventi dell'attività sul mercato dei capitali. La caduta dei corsi azionari e il rallentamento della crescita mondiale hanno fortemente ridotto le commissioni ricavate dalle sottoscrizioni azionarie, dalle fusioni e acquisizioni, nonché dalla partecipazione ai prestiti sindacati (grafico VII.3). Sono parimenti diminuite le provvigioni delle banche che offrono alla clientela privata prodotti di investimento collegati al mercato. L'unica nota positiva è stato il volume record delle emissioni obbligazionarie a livello mondiale, le quali nel 2001 hanno fatto segnare incrementi significativi in tutti i principali segmenti del mercato (Capitolo VI).

... ma si sono ampliati i margini di interesse

Per molte banche un vantaggio derivante dal più debole contesto economico è stato l'ampliamento del margine di interesse. In vari paesi, allorché sono calati i tassi ufficiali, le banche hanno corretto più rapidamente le condizioni di prezzo dei depositi che non quelle applicate ai crediti. Inoltre,





le istituzioni con una significativa asimmetria delle scadenze fra impieghi e raccolta hanno tratto beneficio dall'accentuarsi dell'inclinazione della curva dei rendimenti nel 2001. I maggiori margini hanno assicurato una buona redditività a molte operazioni al dettaglio. In prospettiva, tuttavia, a causa sia delle spinte concorrenziali sia di un mutamento di tendenza dei tassi d'interesse l'ampliamento dei margini potrebbe non essere duraturo.

Per effetto delle maggiori svalutazioni di crediti, nel 2001 è in generale diminuita la redditività dei principali sistemi bancari (grafico VII.4). In alcuni paesi, fra cui Stati Uniti, Regno Unito e Svezia, il rendimento del capitale delle banche commerciali è risultato più basso di quello registrato in ciascun esercizio della seconda metà degli anni novanta. Esso rimane tuttavia elevato in confronto ai passati decenni. I risultati dei maggiori sistemi bancari

Le banche restano redditizie ...

dell'Europa continentale appaiono più differenziati. In Francia e in Italia, pur essendo scesi leggermente nel 2001, gli indici di redditività restano superiori ai valori raggiunti a metà anni novanta. Per contro, in Germania – dove molti istituti risentono di bassi margini di interesse e di costi elevati – la profittabilità, già in calo durante gli ultimi anni, è ulteriormente peggiorata nel 2001 a causa della relativa gravità della flessione economica e della forte contrazione delle commissioni e dei proventi da negoziazione.

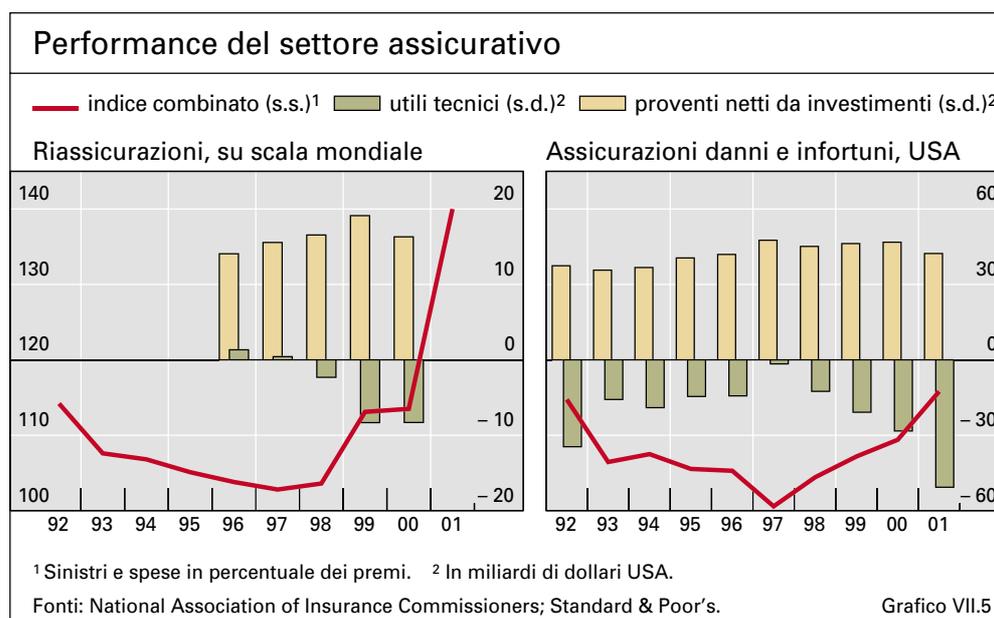
Nei paesi anglofoni e in Francia le azioni bancarie hanno mostrato una tendenza al rialzo dall'inizio del 2001, surclassando gli indici di borsa più ampi. Pertanto, gli indicatori di mercato della probabilità di insolvenza delle banche di questi paesi sono per lo più calati, dopo essere però notevolmente aumentati negli anni precedenti, specie negli Stati Uniti. Per converso, dall'inizio del 2001 i titoli bancari hanno perso terreno in vari paesi europei, fra cui Germania, Italia, Paesi Bassi e Svizzera, anche se la flessione è stata pressoché in linea con quella del mercato complessivo.

Dopo una serie abbastanza lunga di anni molto proficui, in generale i sistemi bancari appaiono relativamente ben capitalizzati. In quasi tutti i paesi i coefficienti patrimoniali sono notevolmente più elevati rispetto all'inizio dello scorso decennio. In alcuni casi, tuttavia, essi risultano in calo a partire dalla metà degli anni novanta poiché le banche hanno in parte eroso la forte base di capitale costituita all'indomani dei problemi incontrati nei primi anni del decennio. La solidità complessiva della posizione patrimoniale implica che la maggioranza dei sistemi bancari appare ben premunita contro un eventuale ulteriore deterioramento della qualità dei crediti.

Un comparto del settore finanziario che negli ultimi anni ha nel complesso vissuto tempi difficili è quello delle assicurazioni. Una causa importante delle difficoltà è stata la flessione dei proventi sul patrimonio investito, dovuta ai più bassi rendimenti obbligazionari e alla caduta dei prezzi delle azioni. Il calo è risultato particolarmente problematico per le società di assicurazione generale

... e relativamente ben capitalizzate

Le difficoltà del settore assicurativo



che da qualche anno operano con sensibili perdite nella gestione tecnica, nonché per quegli istituti del ramo vita, specie in Giappone e nel Regno Unito, che hanno garantito ai detentori di polizze rendimenti relativamente elevati. Un'altra fonte di problemi sono stati gli attacchi terroristici dell'11 settembre e l'elevato numero di catastrofi naturali degli ultimi anni. Per il comparto delle riassicurazioni il 2001 è stato l'anno peggiore mai registrato (grafico VII.5).

Nel settore assicurativo il grado di capitalizzazione e il merito di credito sono fortemente differenziati, e negli anni recenti sono stati numerosi i dissesti. Sebbene nel 2001 i premi si siano generalmente mossi al rialzo, varie imprese di assicurazione sono tuttora alle prese con un contesto operativo difficile. Un potenziale pericolo è che la scarsa redditività degli attuali investimenti spinga alcuni assicuratori ad assumere rischi addizionali senza prima porre in atto i controlli e i presidi necessari.

L'evoluzione della natura del rischio

La resilienza dimostrata dalla maggior parte delle istituzioni finanziarie di fronte al rallentamento economico contrasta con quanto accaduto agli inizi degli anni novanta. Una ragione importante di tale differenza è il fatto che l'ultima flessione congiunturale non è stata così grave e diffusa come quella di un decennio fa. Ma un ruolo rilevante hanno anche avuto il diverso comportamento dei mercati delle attività e i mutamenti intervenuti nella struttura dell'intermediazione finanziaria. Vi è motivo di ritenere che questi fattori abbiano influito non soltanto sulla capacità di resistenza delle istituzioni, bensì anche sulla natura stessa del rallentamento e sul carattere dei rischi cui è esposto il sistema finanziario. A questo riguardo tre aspetti assumono particolare importanza: la sostanziale assenza di un boom degli immobili commerciali negli ultimi anni novanta; il maggiore ricorso al mercato dei capitali per finanziare investimenti relativamente rischiosi; il diverso modo in cui il rischio viene gestito e ripartito fra le istituzioni.

Le istituzioni finanziarie sono più resilienti rispetto ai primi anni novanta

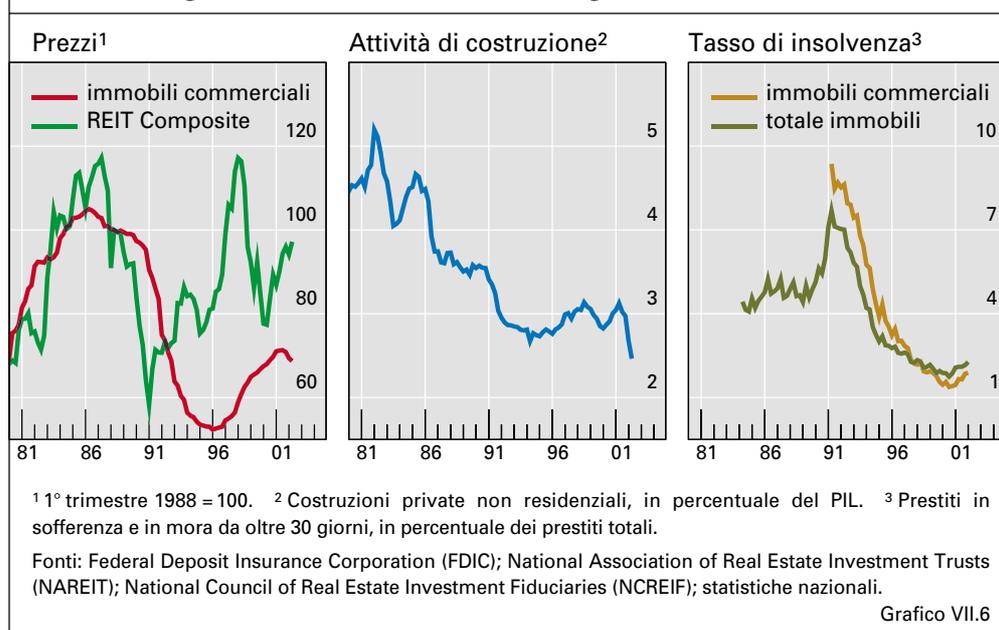
Andamenti sui mercati delle attività

Le flessioni economiche all'inizio degli anni novanta e nel 2001 sono state entrambe precedute da mercati delle attività molto forti. Nel primo caso era stato il settore immobiliare ad avere avuto un andamento particolarmente sostenuto e quello bancario ad aver concesso gran parte del credito servito a finanziare il boom. Nel secondo, invece, anche se taluni mercati immobiliari si sono mossi costantemente al rialzo, sono stati in generale i titoli azionari a realizzare i maggiori guadagni nella fase ascendente del ciclo. E sebbene le banche abbiano fornito le risorse che hanno sorretto tali guadagni, la loro esposizione diretta nei confronti del mercato azionario risulta assai minore di quella assunta verso il mercato immobiliare un decennio prima.

Sostanziale assenza di un ciclo dei prezzi degli immobili non residenziali ...

Nei primi anni novanta lo scoppio della bolla dei prezzi degli immobili commerciali era stato un fattore determinante dell'incremento delle perdite su crediti subite da molte banche. Lo scorso anno, per contro, l'assenza di un marcato ciclo nel settore in questione ha fatto sì che la maggior parte degli istituti bancari abbia, semmai, registrato aumenti solo modesti delle

Settore degli immobili commerciali negli USA



svalutazioni di mutui immobiliari (grafico VII.6). In molti paesi i prezzi dei fabbricati non residenziali restano, anche in termini nominali, al di sotto dei livelli raggiunti un decennio fa. Le principali eccezioni sono costituite da Paesi Bassi e Irlanda.

... dovuta alla maggiore disciplina di mercato ...

Vari fattori tra loro collegati possono spiegare questi esiti relativamente favorevoli. In primo luogo, vi è stato un miglioramento della disciplina di mercato, grazie all'espansione dei mercati degli strumenti di capitale e di debito garantiti principalmente da proprietà immobiliari, in particolare negli Stati Uniti, ma anche in Australia, nel Regno Unito e in Svezia. Date l'illiquidità dei fabbricati commerciali e le difficoltà spesso incontrate nel rilevarne i prezzi, tali strumenti hanno svolto un'utile funzione sia ampliando la gamma degli investitori che seguendo da vicino il settore sia fornendo un'indicazione tempestiva e osservabile delle attese del mercato circa le prospettive future. Nel 1998, ad esempio, la perdita di valore dei fondi di investimento immobiliari negli Stati Uniti, in parte di riflesso al crescente numero di locali inutilizzati, ha presumibilmente contribuito a limitare tanto l'attività di costruzione quanto i prezzi dei fabbricati commerciali, pur in un contesto di forte crescita economica.

... all'eccesso di offerta degli ultimi anni ottanta ...

In secondo luogo, l'eccesso di offerta creatosi verso la fine degli anni ottanta in vari paesi ha potuto essere assorbito solo gradualmente dall'accresciuta domanda. Anche in conseguenza di ciò, in quasi tutti i paesi la quota di prodotto attribuibile alle costruzioni non residenziali negli ultimi anni è stata inferiore a quella osservata nella seconda metà di quel decennio.

... alla migliore gestione del rischio ...

In terzo luogo, l'esperienza passata ha indotto molte banche a migliorare la gestione del rischio connesso con la loro esposizione verso il mercato degli immobili commerciali e le autorità di vigilanza a intensificare la sorveglianza su questo tipo di esposizioni.

... e ai ridotti tassi d'interesse

Infine, il declino dei tassi d'interesse ufficiali nel 2001 ha concorso ad attenuare le pressioni al ribasso sui prezzi dei fabbricati commerciali derivanti

Prezzi degli immobili								
	Immobili commerciali ¹			Immobili residenziali			Per memoria: debito delle famiglie ²	
	1995-2001	2001	2001	1995-2001	2001	2001	1995-2001	2001
	variazione ³		livello relativo ⁴	variazione ³		livello relativo ⁴	variazione ³	
	nominale		reale	nominale		reale	nominale	
Stati Uniti	3,8	-2,3	40	5,5	6,9	112	7,9	7,7
Giappone	-8,4	-9,4	42	-2,6	-4,2	71	0,4	-0,2
Germania	5,9	5,5	74	-2,5	-1,2	72	5,2	2,3
Francia	4,9	-7,3	69	3,4	6,9	106	5,1	5,5
Regno Unito	2,6	0,6	54	8,3	4,6	108	7,3	10,9
Italia	10,8	28,8	80	2,5	7,9	87	8,5	6,0
Canada	3,4	4,0	54	1,5	5,7	88	5,5	5,3
Spagna	16,1	-6,8	64	7,9	15,0	114	13,3	11,7
Australia	3,8	3,2	50	6,5	15,5	123	12,4	13,2
Paesi Bassi	10,8	8,5	136	11,5	7,0	213	16,0	10,0
Belgio	3,9	0,0	78	5,0	5,6	151	5,0	0,9
Svezia	9,0	-35,1	53	6,5	4,8	106	5,8	8,5
Svizzera	-0,3	2,0	62	-1,2	2,5	63	3,3	3,5
Danimarca	7,1	6,2	83	8,2	3,3	108	7,5	8,5
Norvegia	7,8	15,8	50	9,1	5,5	110	6,9	10,6
Finlandia	3,9	-4,8	61	6,2	1,3	73	3,8	8,5
Irlanda	15,4	3,2	180	13,4	0,6	199	...	...

¹ I dati si riferiscono generalmente alle principali città; per Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Spagna e Svezia, immobili di qualità primaria. ² Categoria dei conti finanziari nazionali, ove disponibile, altrimenti credito bancario; dati parzialmente stimati. ³ In percentuale annua. ⁴ Precedente massimo dei prezzi reali degli immobili commerciali/residenziali = 100; nei casi in cui non è chiaramente individuabile un precedente massimo, terzo trimestre 1990 = 100.

Fonti: Catella; Frank Russell Canada Ltd; Investment Property Databank Ltd; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF); Nomisma; OPAK; Ring Deutscher Makler; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella VII.2

dall'indebolimento dell'economia. La riduzione dei tassi d'interesse ha anche contribuito a sorreggere il mercato già vigoroso degli immobili residenziali. In effetti, in molti paesi i recenti forti rincari hanno fatto salire i prezzi delle abitazioni a livelli superiori alle punte massime toccate nei primi anni novanta (tabella VII.2). Le principali eccezioni a questa tendenza sono la Germania (dove l'indice aggregato si è mosso al ribasso dopo il boom seguito alla riunificazione), il Giappone e la Svizzera.

Il rincaro delle abitazioni si è accompagnato a un notevole aumento del debito delle famiglie. Pur non costituendo un pericolo immediato per la solidità della maggior parte dei sistemi bancari, l'accresciuto indebitamento delle unità consumatrici rende queste ultime più esposte a una prolungata debolezza economica o a un consistente rialzo dei tassi d'interesse (Capitolo II). Inoltre, un'eventuale ulteriore dilatazione del debito sulla scia di nuovi aumenti di valore delle case accrescerebbe il rischio di onerosi aggiustamenti dei bilanci in futuro. Tali aggiustamenti avrebbero presumibilmente effetti avversi sull'economia, contribuendo così a peggiorare la qualità complessiva dei portafogli bancari.

I prezzi delle case e il debito delle famiglie sono aumentati

Finanziamento sui mercati dei capitali

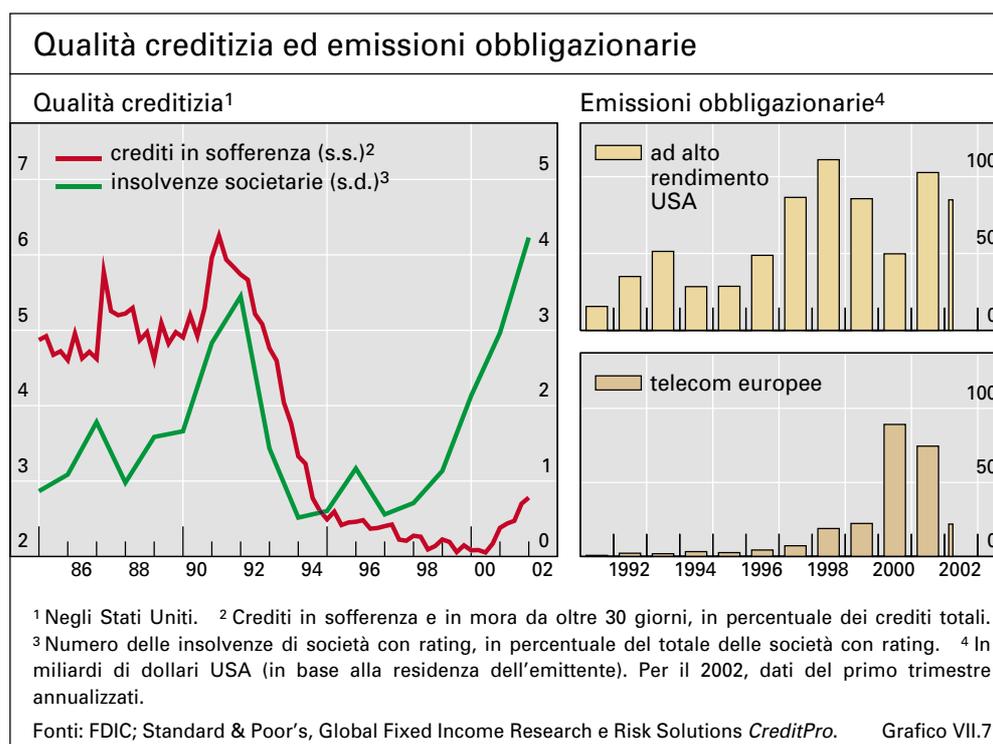
Il finanziamento del boom soprattutto tramite il mercato dei capitali ...

L'aumento relativamente moderato dei crediti bancari problematici si pone in netto contrasto con il fortissimo incremento degli indici di insolvenza, e con l'incidenza storicamente elevata delle perdite, nel segmento delle obbligazioni societarie (grafico VII.7). Una ragione di questi andamenti difformi è che tanto in Europa quanto negli Stati Uniti il finanziamento delle componenti più rischiose del boom degli ultimi anni novanta è stato in gran parte ottenuto al di fuori del sistema bancario. L'esempio forse più evidente è quello delle imprese operanti nei settori tecnologico e delle telecomunicazioni, che per soddisfare le proprie esigenze di finanziamento ricorrono ampiamente al credito di fornitura, al venture capital e ai mercati azionario e obbligazionario. Un altro esempio è fornito dalla nuova rapida espansione delle emissioni obbligazionarie di mutuatari di qualità secondaria, soprattutto negli Stati Uniti, nella seconda metà del decennio.

Ovviamente, il sistema bancario non ha potuto evitare del tutto i problemi di qualità del credito sorti nei settori tecnologico e telecom. Anch'esso aveva fornito ingenti risorse finanziarie, in particolare attraverso il mercato dei prestiti sindacati e con l'erogazione diretta di fondi a imprese di medio rango. Tuttavia, finora le perdite su queste esposizioni sono state assorbite senza grandi difficoltà. Per alcune banche un problema non meno serio del deterioramento della qualità creditizia è stato l'esaurirsi dei proventi derivanti dall'attività sui mercati dei capitali generata dalle imprese dei settori in questione.

... ha concorso ad accrescere la resilienza ...

Dal punto di vista della stabilità sistemica, il finanziamento di investimenti rischiosi attraverso i mercati dei capitali, piuttosto che da parte di istituzioni con passività garantite dal patrimonio, è probabilmente un fatto positivo. Infatti, un diffuso accesso al mercato dei capitali, oltre a contribuire



ad abbassare la probabilità di fallimento di queste istituzioni, può configurarsi come una sorta di assicurazione, in quanto fornisce alle imprese una fonte di finanziamento alternativa nel caso in cui il sistema bancario venga a trovarsi in difficoltà.

Questo tipo di finanziamento modifica però la natura dei rischi. In particolare, nella misura in cui consente alle imprese un maggiore grado di leva, il più ampio ricorso al mercato dei capitali può aumentare la vulnerabilità dell'economia di fronte a una flessione congiunturale o a un aumento dei tassi d'interesse. Inoltre, un brusco mutamento di umore sui mercati dei capitali può creare strozzature di liquidità che, se non risolte prontamente, rischiano di dar luogo a problemi di qualità creditizia per il settore bancario. Questi problemi possono sorgere sia direttamente, qualora le banche abbiano concesso linee di appoggio, com'è avvenuto nel mercato della commercial paper, sia indirettamente, se la carenza di liquidità conduce a un generale indebolimento dell'economia.

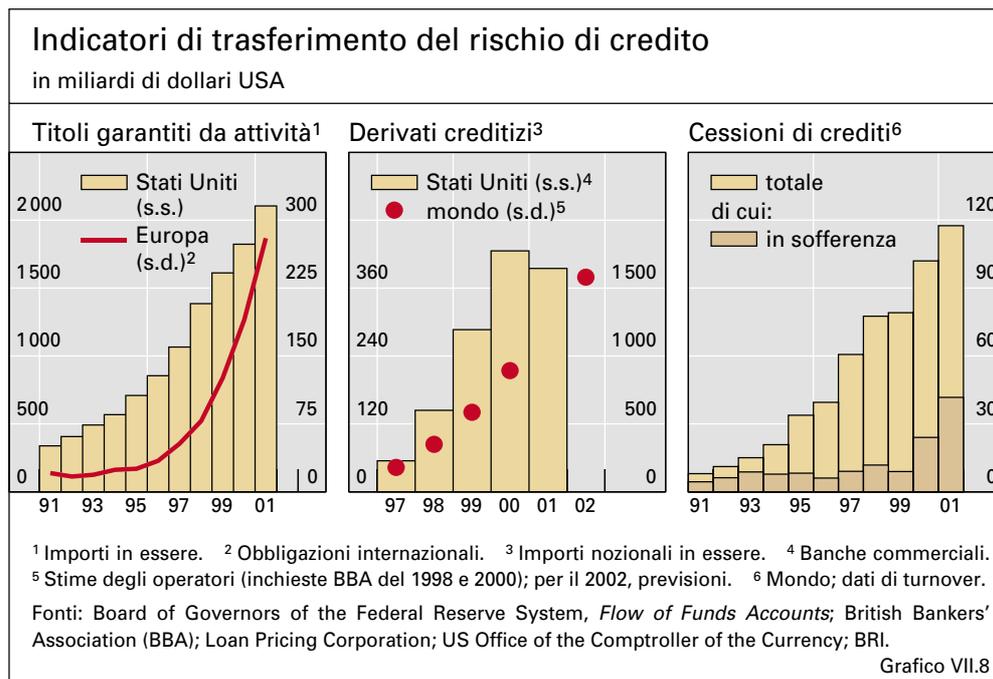
... ma le banche restano esposte alle turbolenze del mercato

Trasferimento del rischio di credito

Alla resilienza mostrata di recente dal settore bancario hanno parimenti contribuito la comparsa e lo sviluppo di mercati che permettono un più facile trasferimento del rischio fra le varie istituzioni finanziarie. In questo ambito il segmento più ampio e affermato è quello dei titoli garantiti da attività patrimoniali. Negli ultimi anni, tuttavia, si è assistito anche a una fortissima crescita del comparto dei derivati creditizi, fra cui le cartolarizzazioni sintetiche, e delle negoziazioni di prestiti sul mercato secondario (grafico VII.8).

Tali mercati hanno accresciuto la resilienza in vari modi. Anzitutto, essi permettono di trasferire il rischio dalle istituzioni che dispongono di un vantaggio comparato nell'allestire i crediti a quelle che si specializzano nell'assunzione e nella gestione del rischio stesso. Ciò conduce a una migliore

I nuovi strumenti migliorano la diversificazione ...



diversificazione degli intermediari e, nella misura in cui il rischio finisce per essere sopportato da istituzioni con un orizzonte temporale di più lungo periodo, può altresì promuovere tipologie di finanziamento più stabili. I mercati in questione migliorano inoltre la valutazione del rischio in termini di prezzo e di trasparenza. Si aggiunga che la vendita dei crediti di dubbio esito consente al management bancario di concentrare la propria attenzione sulla gestione dei crediti vivi, anziché su quella delle sofferenze. Nel corso del passato anno, nonostante qualche intoppo, questi mercati nascenti si sono dimostrati efficaci nel ripartire fra i diversi operatori finanziari le perdite derivanti da una serie di insolvenze di alto profilo.

... ma comportano
anche potenziali
rischi

In tale quadro di fondo generalmente positivo, taluni sviluppi recenti danno adito ad alcuni possibili timori. In primo luogo, l'espansione degli strumenti per il trasferimento del rischio è stata parzialmente indotta da considerazioni di "arbitraggio regolamentare", con la possibile conseguenza che il rischio si stia concentrando presso le istituzioni soggette a una vigilanza meno severa. In secondo luogo, essendosi rafforzate le interconnessioni all'interno del sistema finanziario, la capacità delle singole istituzioni di gestire il rischio di credito viene maggiormente a dipendere dalla propensione al rischio delle controparti. Inoltre, l'elevata concentrazione in alcuni mercati rende questi ultimi potenzialmente vulnerabili ai cambiamenti di comportamento di un numero relativamente ristretto di operatori. In terzo luogo, con la creazione di strumenti finanziari complessi è diventato più difficile valutare il livello generale del rischio e la sua distribuzione fra le varie istituzioni. Infine, al pari del più diffuso accesso ai mercati dei capitali, lo sviluppo di strumenti che consentono di trasferire agevolmente il rischio creditizio può favorire l'accumulo di debito nel settore delle imprese.

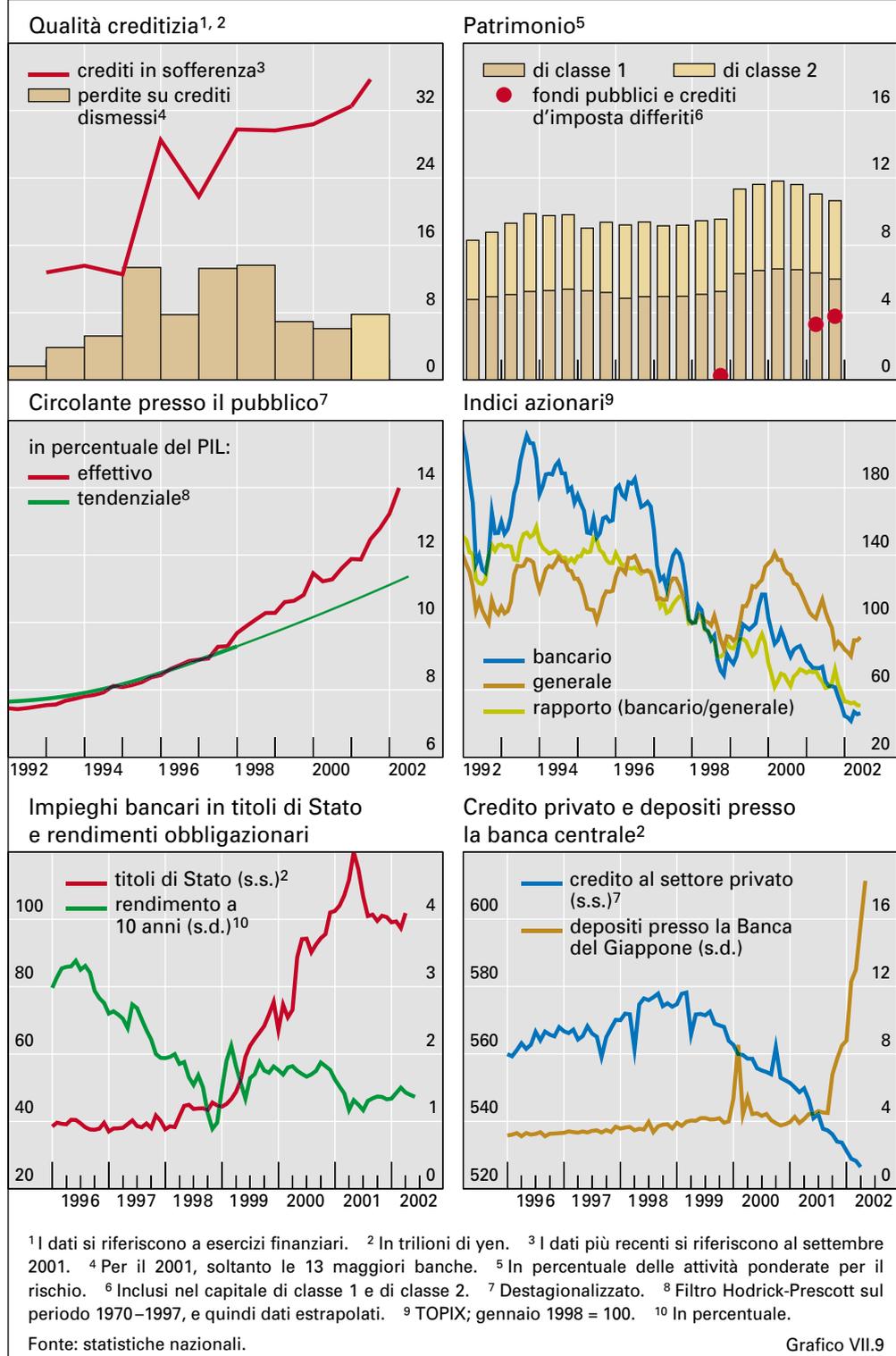
In sintesi, se da un lato i predetti sviluppi hanno senza dubbio contribuito alla resilienza mostrata in generale dalle istituzioni finanziarie nel corso del passato anno, dall'altro la storia insegna che istituzioni e sistemi bancari apparentemente solidi possono in poco tempo venirsi a trovare in difficoltà. Come evidenziano alcuni recenti dissesti di grandi società, possono rapidamente sorgere problemi quando l'informativa è carente e le attività sono sopravvalutate o le passività sottovalutate. Più in generale, un protratto periodo di lenta crescita economica potrebbe far emergere problemi di bilancio rimasti finora sotto la superficie grazie alla relativa mitezza della flessione congiunturale. In tal caso, l'indebitamento accumulato negli ultimi anni diverrebbe ben più problematico.

I persistenti problemi in Giappone

Le ulteriori perdite
delle banche
giapponesi ...

In contrasto con la performance generalmente buona della maggior parte dei sistemi finanziari, quello giapponese opera in condizioni di notevole difficoltà. Il credito al settore privato ha continuato a calare e le banche, dopo aver accresciuto le proprie disponibilità in titoli di Stato giapponesi negli anni precedenti, a partire da metà 2001 hanno notevolmente aumentato i depositi presso la banca centrale. Si aggiunga che l'ulteriore deteriorarsi della situazione delle imprese ha fatto ancora salire il livello dei crediti bancari in

Settore bancario in Giappone



sofferenza, nonostante le ingenti svalutazioni (grafico VII.9). Di conseguenza, per le banche giapponesi l'esercizio 2001 (terminato nel marzo 2002) è il quinto di segno negativo degli ultimi sette anni, il che porta a circa ¥15 trilioni le perdite cumulative in tale arco di tempo. Si tratta di una cifra pari a quasi il 60% del capitale proprio a fine marzo 1995.

... hanno ridotto la base patrimoniale

Per effetto delle perdite subite nell'esercizio appena trascorso si è ancora ridotto il rapporto fra il patrimonio e gli impieghi ponderati per il rischio, che a fine marzo 2002 si situava per gli istituti attivi a livello internazionale intorno al 10½%. Mentre questo valore non è dissimile dai coefficienti osservabili in vari altri paesi, la struttura del patrimonio nelle banche giapponesi si presenta differente. In particolare, alla data predetta il patrimonio di vigilanza delle maggiori banche risultava costituito per oltre il 20% da fondi pubblici, e una percentuale analoga era rappresentata da crediti d'imposta differiti (che potranno essere realizzati soltanto se le banche otterranno utili sufficientemente elevati entro i prossimi cinque anni). Inoltre, è opinione di numerosi osservatori che le cifre ufficiali sui crediti in sofferenza sottovalutino la reale portata del problema. Un aspetto preoccupante è che molti mutuatari in situazione di debolezza, pur riuscendo a onorare il pagamento degli interessi grazie all'attuale basso livello dei tassi, di fatto hanno scarse possibilità di rimborsare i prestiti, e persino di assicurarne il servizio qualora i tassi dovessero ritornare su valori più normali. Il riconoscere come anomali tali crediti potrebbe comportare nuove svalutazioni di entità tale da mettere in questione l'adeguatezza patrimoniale di alcune banche.

Fra i problemi attuali anche i ristretti margini ...

Se il problema immediato è la bassa qualità dei crediti, uno dei punti critici fondamentali del sistema bancario nipponico consiste negli esigui margini di intermediazione. In molti casi tali margini non bastano a realizzare un adeguato rendimento sul capitale neanche in un'economia normalmente sana. Questa situazione è dovuta, fra l'altro, alla forte concorrenza proveniente dalle istituzioni finanziarie di emanazione pubblica, alle pressioni esterne esercitate sulle banche affinché erogino finanziamenti alle piccole imprese a condizioni relativamente generose, nonché alla riluttanza mostrata da molti istituti ad applicare ai mutuatari con cui intrattengono relazioni di lunga data un tasso d'interesse commisurato ai rischi sopportati.

... l'ingente portafoglio azionario ...

Un'altra caratteristica della situazione giapponese, che appare atipica secondo gli standard internazionali, è il notevole volume del portafoglio azioni delle banche. Durante gran parte degli anni novanta la graduale realizzazione delle plusvalenze sui titoli azionari aveva contribuito a compensare i bassi margini d'interesse e, parzialmente, le perdite su crediti. Ma, con la caduta dei corsi nel 2001 e l'introduzione della contabilità ai prezzi correnti di mercato la situazione si è capovolta, e nell'ultimo esercizio le perdite collegate ad azioni rappresentavano una cifra pari al 7% del patrimonio di vigilanza. Ulteriori cali delle quotazioni causerebbero un'erosione ancor più significativa della base di capitale, dato che in molti casi il portafoglio azionario supera il patrimonio di classe 1. Un altro fattore di vulnerabilità è l'elevato ammontare di titoli di Stato nei bilanci delle banche. Nella misura in cui queste ultime non si sono coperte contro il connesso rischio di tasso d'interesse, un rialzo dei rendimenti a lungo termine comporterebbe ingenti perdite in linea di capitale.

... e le partecipazioni incrociate

Tali problemi sono ulteriormente complicati dalla presenza di estese partecipazioni incrociate fra grandi banche e compagnie di assicurazione. Le prime detengono un cospicuo ammontare di debito subordinato emesso dalle seconde, mentre almeno due assicurazioni figurano fra i cinque maggiori azionisti di parecchie banche. Queste connessioni aumentano il rischio

sistemico, specie se si considera la debolezza del settore assicurativo giapponese. Molti assicuratori hanno subito pesanti perdite a causa di asimmetrie di scadenza non coperte fra l'attivo e il passivo, e negli ultimi anni si sono verificati vari fallimenti. Le partecipazioni incrociate hanno finito inoltre con l'indebolire il governo d'impresa, contribuendo così a rallentare il processo di risanamento.

Dati i rischi esistenti, diversi indicatori segnalano che la fiducia nel sistema bancario è debole. Primo, il circolante detenuto dal pubblico è sensibilmente aumentato negli ultimi anni, così come sono cresciute le vendite al dettaglio di oro, e queste tendenze si sono accelerate di recente. Secondo, in seguito all'abolizione della garanzia sui depositi a scadenza vi è stato uno spostamento verso i conti correnti, per i quali la garanzia permane sino a fine marzo 2003. Terzo, le banche maggiori – che si ritiene siano più solide o abbiano migliori probabilità di beneficiare del sostegno statale – hanno visto accrescere i propri depositi a scapito di quelli degli istituti regionali o di categoria inferiore. Quarto, le azioni bancarie hanno avuto un andamento peggiore dell'indice generale, già di per sé molto fiacco, perdendo quasi il 50% fra l'inizio del 2000 e fine maggio 2002. Infine, il rating medio delle banche giapponesi è diminuito, sebbene il declassamento sia stato limitato dalla possibilità di un intervento pubblico e dal fatto che i rating non erano molto alti già in partenza. In contrasto con i suddetti indicatori, il cosiddetto "premio Giappone" rimane relativamente modesto, per effetto del ridotto fabbisogno di finanziamento all'estero delle banche e grazie alle assicurazioni date dal governo circa il suo intervento in caso di crisi sistemica.

La fiducia è debole

In sintesi, la situazione giapponese mette in chiara evidenza gli strettissimi legami bidirezionali esistenti fra l'economia reale e il sistema finanziario: lo stato depresso della prima arreca danno al settore bancario, e la precaria salute delle banche impedisce la ripresa economica. Nonostante le generose iniezioni di liquidità da parte della Banca del Giappone, il credito al settore privato continua a diminuire sotto il peso dei bilanci sovraindebitati delle imprese e dei conti economici in perdita delle istituzioni finanziarie (Capitolo IV). Quanto più perdura la contrazione economica, tanto maggiore diventa il pericolo che i problemi di qualità dei crediti si propaghino ben oltre i settori immobiliare e delle costruzioni. Ciò metterebbe a repentaglio la capacità di non poche banche di sopravvivere senza un apporto addizionale di capitale da parte del settore privato o di quello pubblico.

Date le interdipendenze sopra descritte, per risolvere tali problemi è necessario agire simultaneamente sui fronti economico e finanziario. In particolare, è essenziale un approccio che combini una impostazione macroeconomica accomodante con provvedimenti credibili volti a migliorare la qualità dei bilanci bancari. L'inasprimento delle regole per la classificazione dei crediti e i recenti controlli ispettivi mirati sono senz'altro passi nella direzione giusta, ma è chiaro che occorre fare di più. È inoltre necessaria una riallocazione di risorse reali e finanziarie dalle imprese dissestate a quelle capaci di gestire più efficacemente tali risorse. Questo processo sarebbe facilitato ove si consentisse ai mercati delle attività di trovare il giusto equilibrio di prezzo, cosicché le aspettative non siano sbilanciate verso il

Per superare le difficoltà occorrono misure capaci di migliorare i bilanci

basso. Quanto più tarderanno queste riforme, tanto più deboli diverranno le prospettive di una ripresa pronta e duratura. A medio termine, lo sviluppo del mercato dei capitali, un più diffuso utilizzo di prezzi commisurati al rischio e un migliore governo d'impresa nelle istituzioni finanziarie sono tutti fattori importanti ai fini di un rafforzamento del sistema finanziario e dell'economia del Giappone.

Implicazioni per le politiche

Le connessioni fra sistema finanziario ed economia pongono difficili problemi

Come mostra l'esperienza del Giappone e di vari altri paesi, gli sviluppi nel sistema finanziario possono avere un influsso notevole sull'economia. Con la liberalizzazione, la portata di tale influsso è aumentata. Al tempo stesso, la liberalizzazione ha comportato un progressivo miglioramento della misurazione e gestione dei rischi, che sta contribuendo a promuovere la stabilità tanto della finanza quanto dell'economia. Essa ha altresì gradualmente riportato l'attenzione delle autorità, specie di quelle impegnate nella regolamentazione, su alcune vecchie ma importanti questioni. La prima è come fare in modo che il sistema finanziario promuova il più elevato tasso possibile di crescita economica durevole. La seconda è come assicurare che venga limitato in maniera appropriata l'accresciuto potenziale di amplificazione finanziaria del ciclo congiunturale.

Per molti aspetti le risposte alle due questioni sono simili. Regolamentazione e vigilanza di alto livello, informativa di bilancio esauriente, governo d'impresa efficace e politiche macroeconomiche sane sono gli elementi essenziali per evitare un'indebita amplificazione dei cicli e per promuovere la crescita a lungo termine. Ma possono anche sorgere conflitti. In particolare, un aspetto tipico dei periodi di eccessi finanziari è il finanziamento di investimenti ad alto rischio. Molti di questi investimenti non vanno a buon fine, ma quelli che hanno successo aprono talvolta nuove vie da cui può trarre impulso la futura crescita economica. Una politica che riesca a contenere tali eccessi potrebbe evitare gli altissimi costi che a volte comporta l'instabilità finanziaria, ma forse al prezzo di una più lenta crescita economica nel lungo periodo.

Benché si affermi talora che queste preoccupazioni di ordine macroeconomico esulino dall'ambito di competenza degli organi di vigilanza, negli ultimi anni le connessioni esistenti fra la regolamentazione finanziaria e la macroeconomia hanno destato un interesse crescente. Data la ricorrenza dei cicli finanziari, tre questioni fra loro collegate sono state oggetto di particolare attenzione. La prima è in che misura la regolamentazione possa incorporare una dimensione macroprudenziale o sistemica. La seconda è se i requisiti patrimoniali basati sul rischio tendano ad amplificare ovvero a mitigare i cicli economici. La terza è fino a che punto il valore dei crediti iscritti nei bilanci bancari debba basarsi su criteri prospettici, fra cui il quadro economico complessivo.

Misurazione del rischio e regolamentazione macroprudenziale

La regolamentazione bancaria viene spesso vista come un mezzo per ridurre le probabilità di fallimento delle *singole* istituzioni, anche allo scopo di tutelare

gli interessi dei depositanti che hanno difficoltà a valutare lo stato di salute delle banche in cui hanno investito i propri risparmi. In alternativa, essa può essere considerata al fine di limitare le probabilità che gli andamenti del sistema finanziario influenzino negativamente l'economia reale. In quest'ottica macroprudenziale i dissesti bancari sono motivo di preoccupazione in quanto capaci di nuocere alla solidità del sistema economico.

La regolamentazione bancaria può avere una prospettiva micro e macro

Le due prospettive possono dar luogo a sottili, ma potenzialmente importanti, differenze di accento. In primo luogo, un approccio macroprudenziale tende in genere a dare maggior peso agli operatori giudicati rilevanti dal punto di vista sistemico. In secondo luogo, esso porta a considerare con particolare attenzione le esposizioni comuni a molte istituzioni e la possibilità che tali esposizioni subiscano l'impatto negativo degli squilibri formati nell'economia reale o nel sistema finanziario. In terzo luogo, tale approccio tiene probabilmente in maggior conto le possibili reazioni dell'economia alle modifiche della regolamentazione finanziaria.

Malgrado queste differenze le due prospettive non sono necessariamente incompatibili fra loro. Anzi, come mostra chiaramente l'esperienza storica, gli sviluppi macroeconomici sono stati all'origine di molti dissesti bancari e, viceversa, molti dissesti bancari hanno avuto ripercussioni macroeconomiche. Ciò significa che, se attuato nei modi appropriati, un sistema regolamentare con orientamento macroprudenziale migliorerebbe anche la solidità delle singole istituzioni. E significa altresì che i fattori macroeconomici dovrebbero essere integrati nella misurazione del rischio di credito, a livello sia di singola istituzione che di intero sistema.

Muoversi in questa direzione è però tutt'altro che semplice. Da un lato, secondo taluni le previsioni economiche si sono spesso dimostrate così poco attendibili che non ha molto senso formulare pronostici e valutare gli squilibri aggregati in sede di misurazione del rischio di credito, soprattutto a livello di singolo mutuatario; questo modo di vedere porta di norma a considerare basso il rischio durante le fasi di boom e alto in quelle di recessione. Dall'altro, si è potuto riscontrare che una protratta rapida espansione del credito, combinata con forti aumenti dei prezzi immobiliari e/o dello stock di capitale, è un utile segno premonitore di stress finanziario. Anche se una situazione di questo tipo non sempre sfocia in maggiori perdite su crediti, l'esperienza insegna che essa può verosimilmente accrescere l'incertezza a riguardo delle perdite future, specie se esiste la possibilità di costosi aggiustamenti dei bilanci e dei prezzi delle attività. In tal caso, il rischio di credito – se misurato accuratamente – può essere relativamente elevato anche quando l'economia procede a ritmi sostenuti.

In entrambi i casi è importante misurare come cambia il rischio nel tempo

In prospettiva, la maggiore sfida che si pone alle singole banche, alle autorità di vigilanza e alle altre istanze preposte alla stabilità finanziaria è di individuare i modi appropriati per integrare le considerazioni macroeconomiche nella misurazione del rischio di credito. Un progresso in questo senso è importante se si vuole che la politica prudenziale abbia un orientamento più macroeconomico. Esso contribuirebbe inoltre a ridurre le differenze esistenti fra i due approcci regolamentari.

Requisiti patrimoniali basati sul rischio

Con il Nuovo
Accordo di
Basilea ...

Un fatto che ha concorso ad attirare l'attenzione su questo problema di misurazione è la proposta del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria di collegare i requisiti patrimoniali minimi di una banca alla rischiosità *misurata* dei suoi impieghi. Secondo questa proposta, e diversamente da quanto previsto dal vigente Accordo di Basilea sul capitale, il requisito a fronte di un dato portafoglio varierebbe nel tempo in funzione del rischio misurato del portafoglio stesso.

... i requisiti
dovrebbero
aumentare nelle
fasi recessive

Questo aspetto ha suscitato un intenso dibattito. Da un punto di vista macroprudenziale, può essere desiderabile che la base patrimoniale venga potenziata nei periodi di espansione economica e che se ne consenta poi la riduzione, sebbene non al disotto di un dato livello minimo, nei periodi di contrazione. Si aggiunga che il reperimento di capitale è verosimilmente più facile e meno costoso nelle fasi di buona congiuntura che non quando il sistema bancario è in situazione di stress. Il timore era che le proposte di modifica all'Accordo di Basilea potessero produrre requisiti patrimoniali minimi con il profilo opposto. Difatti, i correnti metodi di valutazione della qualità del portafoglio prestiti di una banca segnalano generalmente una riduzione del rischio di credito nelle fasi espansive e un aumento in quelle recessive. Di conseguenza, si può presumere che, per un dato portafoglio, i requisiti patrimoniali tendano a diminuire nel primo caso e ad aumentare nel secondo.

Anche in risposta ai timori circa il modo in cui tali dinamiche potrebbero influire sulla macroeconomia, verso la fine del 2001 il Comitato di Basilea ha proposto di ridurre la progressione con cui aumenta il coefficiente patrimoniale al deteriorarsi della qualità creditizia dei mutuatari. Pertanto, nella misura in cui si degrada la qualità degli impieghi nei periodi di flessione economica, la modifica proposta attenuerebbe il correlativo incremento dei coefficienti minimi. Le simulazioni indicano che l'effetto di tale modifica potrebbe essere considerevole, con una riduzione nel corso del tempo delle fluttuazioni dei requisiti minimi equivalente a un terzo circa. Inoltre, risulterebbe probabilmente diminuito in misura significativa il requisito patrimoniale prescritto per i crediti erogati a molte piccole imprese.

Più importante ancora è forse il fatto che vari altri aspetti del Nuovo Accordo dovrebbero anch'essi mitigare gli effetti prociclici derivanti dall'aumento dei requisiti patrimoniali nelle fasi recessive.

Tuttavia, una
migliore
quantificazione
del rischio ...

In primo luogo, la maggiore enfasi posta sulla quantificazione del rischio sta contribuendo a rivoluzionare il modo in cui è valutata e gestita l'esposizione creditoria. Un vantaggio significativo è che i problemi di qualità dei crediti sono presumibilmente individuati in una fase più precoce del ciclo. Ciò dovrebbe indurre ad adottare azioni correttive più tempestivamente di quanto avvenuto talvolta in passato, evitando così che i problemi giungano al punto di minacciare la solidità della banca o, più in generale, del sistema finanziario.

... la pubblicità
delle
informazioni ...

In secondo luogo, l'applicazione di estesi requisiti di informativa, che contemplino la pubblicazione di dati dettagliati sugli impieghi delle banche in base al grado di affidabilità, può limitare l'eventuale tendenza dei coefficienti patrimoniali a diminuire durante i periodi di espansione economica. Le controparti avrebbero motivo di preoccuparsi se in una fase di boom la

banca dovesse accrescere il proprio grado di leva per effetto del ridotto vincolo patrimoniale derivante da una favorevole rivalutazione del portafoglio prestiti. Di conseguenza, il volano di capitale al di là del coefficiente minimo potrebbe senz'altro aumentare nei momenti di alta congiuntura e diminuire in quelli di deterioramento del ciclo. L'efficacia di questo tipo di disciplina di mercato risulterebbe rafforzata ove le istituzioni rendessero noti i risultati delle prove di stress macroeconomico, ivi compreso il modo in cui verrebbe a modificarsi la dotazione patrimoniale prescritta qualora l'economia subisse una svolta recessiva. La maggiore trasparenza dovrebbe parimenti condurre a una più pronta azione correttiva e ridurre l'acquiescenza degli organi di controllo.

In terzo luogo, le autorità di vigilanza saranno chiamate a valutare se una banca è adeguatamente capitalizzata *anche quando* essa soddisfi i requisiti minimi. Nel compiere tale valutazione le considerazioni inerenti al ciclo economico potrebbero avere un ruolo importante. Anche in questo caso sarebbe particolarmente utile l'impiego di prove di stress.

In definitiva, questi cambiamenti a livello di comportamento potrebbero costituire il contributo più importante alla stabilità finanziaria fornito dalle proposte di modifica dell'Accordo sul capitale. Ciò nondimeno, gli effetti delle fluttuazioni cicliche dei requisiti patrimoniali dovranno essere oggetto di attento monitoraggio.

Accantonamenti in funzione prospettica

La terza questione si ricollega alle regole contabili che presiedono alla valutazione del portafoglio prestiti delle banche. Questo aspetto, al quale fino ad epoca recente non è stata dedicata sufficiente attenzione, riveste particolare importanza in quanto un'accurata valutazione è condizione essenziale affinché i requisiti patrimoniali siano congrui e l'informativa abbia rilevanza.

Secondo il sistema di contabilizzazione ai costi storici, i crediti sono tipicamente valutati in base all'importo dovuto al netto di eventuali accantonamenti per perdite presunte. Un incremento di tali accantonamenti rappresenta quindi una componente negativa di reddito per la banca. Sebbene le regole contabili in questo ambito differiscano a seconda dei paesi, in molti casi esse limitano la possibilità della banca di ridurre il valore contabile di un credito allorché la qualità creditizia del mutuatario si è deteriorata ma non al punto da renderne probabile l'insolvenza. La conseguenza può essere che le rettifiche di valutazione vengano effettuate a uno stadio troppo avanzato del ciclo. Un approccio maggiormente orientato al futuro potrebbe condurre a una rappresentazione più veritiera della situazione economico-finanziaria della banca e, al tempo stesso, ridurre la prociclicità dei risultati di esercizio. E ciò potrebbe essere importante, data la tendenza delle banche a espandere gli impieghi quando è buono l'utile a bilancio e a contrarli allorché esso si deteriora.

In tale contesto sono emerse varie alternative. Ad esempio, l'International Accounting Standards Board propone che venga costituito un accantonamento ogniqualvolta il valore attuale dei flussi monetari attesi da un portafoglio prestiti differisca dal valore iscritto a bilancio (di regola l'ammontare dovuto).

... e il controllo prudenziale ...

... dovrebbero mitigare gli effetti prociclici

Il valore dei crediti e gli utili a bilancio di una banca ...

... sono influenzati da criteri di accantonamento spesso retrospettivi

Un approccio più prospettico è desiderabile ed esistono varie possibilità al riguardo ...

Come tasso di sconto verrebbe utilizzato il rendimento interno atteso al momento dell'accensione dei crediti, cosicché questi sarebbero inizialmente registrati al valore nominale. In seguito però il loro valore a bilancio potrebbe variare in linea con l'evoluzione della qualità creditizia. Un siffatto approccio può essere visto come un passo verso la contabilizzazione dei crediti al valore equo ("fair value"), evitando però rettifiche di valore derivanti da variazioni nei tassi d'interesse di mercato, nonché nei premi di rischio e di liquidità. Il problema principale con questo tipo di approccio è che la valutazione dei crediti viene a dipendere fortemente dal giudizio discrezionale del management bancario.

Un'altra opzione è quella di richiedere che venga costituito un accantonamento allorché in un dato periodo contabile le perdite effettive risultano inferiori a quelle attese, e di permettere quindi che tale accantonamento venga utilizzato qualora si verifichi la situazione inversa. Un sistema su questa falsariga è stato introdotto in Spagna. L'approccio è parimenti idoneo a ridurre la prociclicità degli utili bancari, anche perché consentirebbe alle banche di trattenere, anziché distribuire come dividendi, parte dei proventi da interessi realizzati negli anni migliori. Peraltro, una delle critiche mosse a questo metodo è che esso può condurre a un sistema di accantonamenti troppo basato su regole fisse piuttosto che su una valutazione d'insieme della capacità dei mutuatari di rimborsare i prestiti loro erogati.

Una terza idea consiste nel prescrivere alle banche accantonamenti pari alle prevedibili perdite risultanti dal mancato rimborso dei crediti in un certo arco di tempo, ad esempio un anno. Questo approccio implica la costituzione di un accantonamento al momento dell'accensione del prestito, ossia la contabilizzazione anticipata delle potenziali perdite future. Tuttavia, esso implica altresì che un credito erogato a condizioni di prezzo corrette sia iscritto fin dall'inizio a un valore inferiore all'ammontare nominale. Se alcune autorità di vigilanza possono ritenere desiderabile un approccio così severo, altre temono che esso renda più difficile, per se stesse e per il mercato, stimare il valore effettivo del portafoglio crediti di una banca.

Ciascuna di queste possibilità ha chiaramente i propri vantaggi e svantaggi. Vi sono tuttavia due aspetti problematici che le accomunano. Il primo riguarda la misura in cui i soggetti esterni possono verificare le risultanti valutazioni dei crediti. In molti casi i metodi che prevedono accantonamenti in funzione prospettica, come la contabilità al valore equo applicata agli strumenti per i quali non esiste un mercato secondario, si basano sulla valutazione del merito creditizio dei debitori da parte della banca. E qui si pone la questione di come rendere tale valutazione verificabile e trasparente. Il secondo concerne la misura in cui le previsioni macroeconomiche debbano influire sul calcolo dei flussi monetari attesi o delle presumibili perdite. Il compito cui sono chiamati gli organi di vigilanza e quelli di normazione contabile è di riuscire a elaborare metodi di valutazione che tengano debitamente conto della capacità dei mutuatari di onorare le proprie obbligazioni in futuro e che si prestino al controllo e alla verifica dall'esterno.

In conclusione, le varie questioni concernenti il modo in cui lo stato dell'economia e gli sviluppi nel settore finanziario condizionano la misurazione

... ma ognuna
suscita problemi
di verifica

del rischio di credito, l'adeguatezza patrimoniale delle banche e la valutazione dei crediti sono complesse, strettamente correlate e intrinsecamente difficili. Esse sono però anche di fondamentale importanza, stante in particolare la capacità degli sviluppi finanziari di influenzare considerevolmente il ciclo macroeconomico. In prospettiva, una delle principali sfide che devono affrontare i responsabili delle politiche è quella di assicurare che il sistema finanziario e l'economia interagiscano rafforzandosi positivamente a vicenda, piuttosto che amplificando le fluttuazioni dell'attività produttiva e accrescendo i rischi di instabilità finanziaria.

VIII. Conclusioni: prepararsi ad eventuali forze avverse

Guardando in retrospettiva al periodo sotto rassegna, si scorgono motivi di notevole soddisfazione. Considerate le sollecitazioni e le tensioni cui è stata sottoposta l'economia mondiale, la sua performance avrebbe potuto essere molto peggiore. Determinante a questo riguardo è stata una serie di aggressive politiche macroeconomiche di stimolo, unitamente a un settore finanziario irrobustito dalle riforme strutturali. In prospettiva, tuttavia, occorre tener ben presenti due considerazioni. Sebbene in parte riconducibili a eventi imprevisi, i risultati effettivi in termini di crescita, utili e occupazione ci hanno condotto a ritmi di sviluppo inferiori a quelli che molti si attendevano. Ne conseguirà per alcune economie l'esigenza di rivedere coerentemente verso l'alto i piani di risparmio. Inoltre, non vi sono garanzie che le aspettative odierne, ancorché più moderate, si realizzino. Permangono notevoli rischi e incertezze, che metteranno seriamente alla prova le nostre conoscenze per quanto riguarda sia i processi economici sia le politiche appropriate.

Intorno alla metà dello scorso anno molti osservatori pronosticavano ancora un rapido recupero dell'economia globale. Oggi le aspirazioni appaiono più contenute: lo scenario dominante prefigura una ripresa insolitamente modesta dopo quella che, in taluni paesi, è stata una flessione insolitamente blanda. Nondimeno, il processo che dovrebbe sorreggere tale ripresa è sempre quello tradizionale. Il forte decumulo delle scorte osservato in molti paesi si arresta, o registra persino una parziale inversione. La risposta sul piano della produzione fa innalzare il reddito e la fiducia dei consumatori e, di conseguenza, la spesa delle famiglie. Allorché migliorano a loro volta i profitti, aumentano gli investimenti, sostenendo una ripresa e una crescita durature. Le forze avverse che potrebbero originare da difficoltà nel settore finanziario vengono trattate come cosa di poco conto.

Ed è proprio su quest'ultimo punto che vanno posti i quesiti, poiché gli ultimi anni sono stati, anche prescindendo dagli shock, tutt'altro che normali. L'espansione economica degli ultimi anni novanta – contrassegnata da un boom del credito, dei prezzi delle attività e degli investimenti fissi, specie nei paesi anglofoni – è stata indubbiamente tutt'altro che normale. L'inversione è stata innescata più dal crollo dei profitti e degli investimenti che non da un'inflazione in forte ascesa e da corrispondenti contromisure di politica monetaria. Una circostanza, anch'essa, tutt'altro che normale. E la stessa svolta discendente è stata tutt'altro che normale, per due importanti aspetti. La crescita dei consumi in molti paesi, ma in particolare negli Stati Uniti, si è mantenuta su livelli considerevolmente elevati nonostante la decelerazione economica. Fortunatamente, ciò vale anche per la crescita della produttività. Questi aspetti atipici portano a chiedersi come e in che misura gli andamenti del recente passato possano condizionare il futuro, per il meglio o per il peggio.

Rispondere a tali interrogativi non è facile. Una corretta proiezione implica anzitutto la comprensione del modo in cui le sorti dell'economia reale influenzano lo stato di salute del sistema finanziario. Si ipotizzi, ad esempio, una vigorosa ripresa dell'economia mondiale. Quali effetti avrebbe sulle aspettative inflazionistiche e sui rendimenti obbligazionari? Al contrario, quale sarebbe l'impatto di una ripresa solo modesta su profitti già bassi e su prezzi azionari già elevati? Come potrebbe ognuno di questi scenari alternativi influire quindi sulla stabilità delle istituzioni finanziarie? E ancora, continuando la sequenza logica, in qual modo i mutamenti di queste variabili finanziarie potrebbero a loro volta ripercuotersi sull'economia reale, stante una situazione di partenza che vede anche il debito a livelli insolitamente elevati? La verità è che la nostra comprensione di ciascun nesso causale è limitata, e la possibilità di interazioni imprevedute fra queste varie forze rende la nostra conoscenza ancor più limitata. Gli eventi potrebbero di fatto prendere una piega abbastanza positiva, rafforzandosi vicendevolmente, così come evolvere in maniera alquanto intricata. Un saggio consiglio sarebbe quello di sperare nella prima ipotesi ma prepararsi alla seconda, come si dirà in seguito.

I risultati futuri saranno condizionati sia da eventi impreveduti sia dalle scelte di politica economica. Per quanto concerne i primi, alcuni timori hanno più rilevanza di altri. Nuove azioni terroristiche potrebbero pregiudicare la fiducia e limitare consumi e investimenti, oltre che colpire un settore assicurativo già provato. Un allargamento del conflitto in Medio Oriente e le conseguenti turbative nell'offerta di petrolio potrebbero far lievitare i prezzi, intaccando ulteriormente il potere di acquisto nella maggior parte dei paesi. Le attuali tensioni commerciali potrebbero acuirsi, a detrimento di tutti, ma soprattutto dei poveri. Non è tuttavia escluso che da altri eventi impreveduti possano scaturire effetti molto benefici. Le opportunità offerte dalle moderne tecnologie sono ben lungi dall'essere sfruttate appieno, e questo vale anche per i paesi più progrediti. Il diffondersi dei guadagni di produttività degli Stati Uniti ad altre economie imprimerebbe ovunque una spinta alla crescita. E la ricerca di nuove tecnologie d'avanguardia e delle connesse applicazioni finirà col dare grossi frutti.

Mentre la bilancia delle possibilità sembra ancora pendere dal lato negativo, va nondimeno rilevato che i responsabili delle politiche dispongono di considerevoli mezzi sia per prevenire sviluppi avversi sia per smorzarne l'impatto sull'economia qualora dovessero concretizzarsi. Le guerre commerciali non sono inevitabili, e la tentazione di impiegare il petrolio come arma politica può essere contrastata. Le tendenze di fondo dell'inflazione sono per lo più favorevoli, e negli ultimi anni sono stati compiuti notevoli progressi verso il risanamento fiscale. Ne è conseguito un maggiore spazio di manovra per le politiche macroeconomiche. Gli eventi recenti testimoniano inoltre dell'accresciuta resilienza del sistema finanziario. In sintesi, se le prospettive future possono dare adito a preoccupazioni, esse mostrano altresì alcuni aspetti rassicuranti.

Fattori che condizionano le prospettive economiche

Un aspetto positivo che ha caratterizzato l'ultimo decennio è stata la quiescenza dell'inflazione a livello mondiale. Questa circostanza è particolarmente degna di nota nei paesi in cui il cospicuo deprezzamento del cambio, contrariamente a quanto ci si sarebbe potuto attendere, non si è trasmesso ai prezzi interni. In misura non trascurabile, ciò è dipeso dall'accresciuta credibilità delle banche centrali sia dei paesi industriali sia di quelli emergenti. Esse mostrano oggi un più risoluto impegno nel ridurre l'inflazione e nel mantenerla a livelli bassi. Le aspettative inflazionistiche incorporate nei contratti salariali e di altra natura paiono essere divenute più lungimiranti e meglio ancorate, e quindi meno propense a reagire ad aumenti di prezzo straordinari.

Pur essendo motivo di legittimo orgoglio per i banchieri centrali, questo migliore andamento dell'inflazione rispecchia pure un altro fattore di lungo periodo, ossia la tendenza del potenziale di offerta dell'economia mondiale ad aumentare più rapidamente che in passato. Vi ha concorso la liberalizzazione economica in un ampio novero di paesi, non ultime la Corea e la Cina. Insieme a una strategia di crescita orientata alle esportazioni, questi sviluppi hanno contribuito a ridurre ovunque il potere delle imprese nel fissare i prezzi. Le innovazioni tecnologiche, specie negli Stati Uniti, e la loro rapida diffusione hanno inoltre esercitato un impatto significativo sulla dinamica della produttività. La liberalizzazione finanziaria ha generato ulteriori stimoli dal lato dell'offerta, quantunque non sempre nella direzione auspicabile. Nuovi progetti potenzialmente profittevoli hanno trovato facili finanziamenti, ma ciò è accaduto anche per molte altre iniziative. Alla luce dei fatti, non vi è dubbio che molti degli investimenti nel settore delle tecnologie informatiche non si riveleranno mai redditizi, e in buona parte questa capacità eccedente attende ancora di essere interamente ammortizzata. Tutti i cennati fattori restano in gioco, e taluni si vanno persino rafforzando. Tenuto anche conto della perdurante debolezza della domanda in Giappone e in alcuni paesi dell'Europa continentale, ciò implica che le tendenze globali dei prezzi di beni e servizi oggetto di interscambio sono destinate a rimanere deflazionistiche, sebbene gli aumenti dei salari interni e dei prezzi petroliferi rappresentino ancora una potenziale fonte di spinte inflazionistiche nel breve termine.

In tale contesto, i paesi anglofoni hanno di fatto agito come importatori di ultima istanza su scala mondiale per buona parte dello scorso decennio. I tassi d'interesse sono stati mantenuti relativamente bassi negli Stati Uniti, anche quando l'espansione economica aveva raggiunto una durata senza precedenti. Sia gli investimenti delle imprese che la spesa delle famiglie hanno registrato una rapida crescita, e in entrambi i settori ciò è stato in ampia misura finanziato mediante l'indebitamento. L'esempio più recente a tale riguardo, conseguenza anche delle riduzioni dei tassi d'interesse attuate dal gennaio 2001, è stato il netto incremento dei prestiti ipotecari e l'aumento ancor più marcato del rifinanziamento di tali prestiti in molti paesi. I fondi raccolti paiono essere stati per lo più impiegati per mantenere i consumi su livelli eccezionalmente alti durante la fase contrattiva.

Ma la questione importante che si pone ora è in che misura i vincoli di bilancio verranno a pesare sui futuri programmi di spesa. Da un lato, in diversi paesi anglofoni l'indebitamento delle famiglie e delle imprese appare assai elevato in rapporto, rispettivamente, al reddito disponibile e al cash flow. A meno di un significativo recupero dei profitti, tali vincoli e l'ampio eccesso di capacità potrebbero ostacolare il rilancio degli investimenti. Si aggiunga che il margine per ulteriori rifinanziamenti ipotecari è molto più basso, e lo stock dei beni di consumo durevoli acquistati di recente molto più alto. Dall'altro, gli oneri per il servizio del debito sembrano ancora gestibili e il rapporto fra passività e attività rimane relativamente contenuto. Tuttavia, entrambi questi indicatori più positivi sono destinati a deteriorarsi qualora i tassi d'interesse risalgano a livelli più usuali. Nel valutare quando e con quale rapidità vada innalzato il saggio d'interesse, presumendo che perduri l'attuale fase di ripresa, può essere opportuno tener conto della potenziale fragilità dei bilanci.

Stando alle esperienze del recente passato, le sorti a breve termine del resto del mondo continueranno a essere fortemente condizionate dagli sviluppi nei paesi anglofoni, specie negli Stati Uniti. I legami commerciali mondiali, la crescente integrazione dei mercati dei capitali e il notevole aumento delle fusioni e acquisizioni transatlantiche orientano sempre più l'Europa continentale nella stessa direzione delle economie nordamericane. Nondimeno, permangono anche buone possibilità che gli andamenti assumano un profilo diverso. Ad esempio, con l'importante eccezione delle società telecom, in Europa vi sono molte meno indicazioni degli squilibri del debito cui si è accennato in precedenza. Anche i livelli di profitto sono stati preservati relativamente bene e, fatto salvo ancora una volta il settore delle telecomunicazioni, non sembra esservi la situazione di sovrainvestimento osservata altrove di recente. Ciò che invece preoccupa di più riguardo al settore societario europeo sono le pressioni al rialzo sui salari. Alla luce del contesto competitivo globale, esse sembrano destinate più a comprimere l'occupazione e il potenziale di crescita che non a gonfiare i prezzi.

In Giappone lo stato dei bilanci societari si presenta assai meno favorevole. Il debito del settore privato resta molto alto rispetto agli standard internazionali, anche se le società nipponiche di maggiori dimensioni sono riuscite in parte a ristrutturare e rimborsare le proprie passività. Esse hanno inoltre registrato un recupero dei profitti, grazie all'aumento dei proventi da esportazioni indotto dalle maggiori vendite all'estero e dall'indebolimento dello yen. Tuttavia, per la stragrande maggioranza delle imprese minori operanti in un'economia ancora relativamente chiusa si perpetua una situazione in cui gli utili sono anemici e gli eccessi di capacità la regola. La spesa dei consumatori ha proceduto a ritmi moderati, ma la crescente disoccupazione e il deteriorarsi della fiducia potrebbero ulteriormente raffrenarla.

Anche le prospettive per le economie di mercato emergenti saranno fortemente condizionate dagli andamenti nel mondo industrializzato. In linea generale, l'Asia sembra destinata a conseguire risultati molto migliori dell'America latina in termini di crescita e di inflazione; dal canto loro, le economie europee in transizione dovrebbero situarsi in una posizione intermedia. Certo, il contesto relativamente favorevole nei paesi asiatici

rispecchia sia la dimensione sia la struttura del settore dei beni oggetto di scambio. Per le economie latino-americane il rischio più grosso proviene forse dal versante esterno. Qualora i flussi finanziari dovessero esaurirsi, in conseguenza di un'accresciuta avversione al rischio o dell'instabilità politica interna, occorrerebbe ridurre i disavanzi di parte corrente mediante adeguati tagli alla spesa. Ciò potrebbe rivelarsi doloroso, come si è visto nel caso dell'Argentina e, prima ancora, della Turchia. Ma se quest'ultimo paese sembra ora avviato su un sentiero di recupero, nonostante un'inflazione tuttora elevata e la perdita di competitività, le prospettive per l'Argentina appaiono quanto mai incerte.

Un altro importante interrogativo riguardante il futuro è la misura in cui le difficoltà e gli squilibri dello stesso settore finanziario globale possano frenare un'incipiente ripresa. Una prima serie di constatazioni induce all'ottimismo. Sebbene le banche dei paesi industriali abbiano per lo più subito un certo deterioramento nella qualità dei loro impieghi, l'incidenza dei crediti problematici sembra destinata a rimanere ben al disotto della punta massima toccata nei primi anni novanta. Ciò è dovuto principalmente al fatto che in molti paesi i mutui concessi a fronte di immobili commerciali hanno avuto un andamento assai più moderato nell'ultimo ciclo che in quello precedente. Il finanziamento speculativo connesso con la "nuova era" non è stato fornito in prevalenza da banche, bensì dai mercati azionari e obbligazionari, quando non è stato erogato direttamente sotto forma di credito di fornitura o di venture capital. Nel settore finanziario anche il saggio di redditività del capitale è stato ben preservato, nonostante il recente calo dei proventi dell'attività di investment banking; la maggioranza delle banche appare adeguatamente capitalizzata. In sintesi, nella gran parte dell'area industriale i vincoli patrimoniali all'offerta di credito bancario non paiono costituire un grosso ostacolo alla crescita futura.

A fronte di questi aspetti positivi resta il fatto che non tutte le istituzioni finanziarie godono di ottima salute. È noto che il sistema bancario giapponese è afflitto da gravi problemi (si veda più avanti). Inoltre, vi sono indicazioni secondo cui talune banche dell'Europa continentale sarebbero divenute più riluttanti a concedere credito, soprattutto alle imprese di minori dimensioni, mostrandosi nel contempo meno riluttanti a stralciare dal bilancio i prestiti inesigibili. Presumibilmente a ciò non è estraneo il giudizio dei mercati azionari sull'inadeguatezza delle tradizionali strategie di affidamento. Occorre altresì rilevare che sul settore assicurativo mondiale ha pesato il calo dei redditi da investimenti seguito alla contrazione dei tassi d'interesse e dei corsi azionari. Si aggiunga che le compagnie di assicurazione generale sono state colpite da una serie di calamità naturali, nonché dagli eventi dell'11 settembre 2001, e che alcune società – sia di assicurazione che di riassicurazione – hanno evidenziato una certa tendenza a compensare questi andamenti sfavorevoli spostandosi verso aree inesplorate quali i derivati creditizi. Allo stadio attuale, è difficile valutare in che misura questa tendenza possa averle esposte a nuovi rischi significativi.

I mercati finanziari hanno finora dato prova di notevole solidità. Tuttavia, restano non pochi aspetti critici. Se gli accresciuti prezzi azionari e il valore del dollaro sono da tempo fonte di preoccupazione, più recenti sono invece i

timori circa i rincari delle abitazioni e la sostenibilità del finanziamento sui mercati obbligazionari mondiali. Nell'uno o nell'altro ambito non sono da escludere importanti mutamenti, che potrebbero verosimilmente ripercuotersi in modo negativo sulle prospettive economiche globali.

Nei settori delle tecnologie, dell'informazione e delle comunicazioni la correzione dei prezzi azionari è già stata drastica, e vi è da sperare che il peggio sia passato. In altri, le flessioni sono state consistenti, anche se sulla scorta dei parametri convenzionali le valutazioni in termini aggregati, specie negli Stati Uniti, appaiono ancora alquanto elevate. Questa constatazione è valida non solo rapportando tali valutazioni agli utili recenti, ma anche impiegando le stime dei profitti futuri basate su analisi a livello di singola impresa. Per giunta, come notato in precedenza, queste stime appaiono piuttosto ottimistiche se inquadrare nel più ampio contesto macroeconomico. Un'altra incertezza concerne l'eventualità di nuove rettifiche al ribasso degli utili, in conseguenza del lungo periodo durante il quale i risultati contabili sembrano essere stati pesantemente manovrati. Potrebbero rendersi necessarie più incisive svalutazioni degli investimenti di qualità deteriorata, nonché integrazioni dei fondi pensionistici. La vicenda Enron evidenzia la possibilità che emergano altri casi di profitti manipolati. Fortunatamente, appare improbabile una generalizzata perdita di fiducia, vista in particolare la prospettiva di perduranti incrementi di produttività.

I prezzi delle abitazioni hanno di recente suscitato inquietudini, e non soltanto a causa del loro alto livello rispetto alle grandezze fondamentali. In rapporto al reddito disponibile, essi si avvicinano ai livelli massimi in alcuni paesi, anche se non in tutti. Ugualmente degno di nota è il fatto che i prezzi degli immobili residenziali sono cresciuti rapidamente in molte economie e sembrano svolgere un ruolo centrale e forse insostenibile nel sorreggere i consumi. Negli Stati Uniti le tendenze recenti sono state alimentate dal sempre più facile accesso ai prestiti ipotecari, compresi quelli delle agenzie di emanazione governativa, e dal netto calo delle commissioni richieste per il loro rifinanziamento. Si teme che la conseguente dilatazione dell'indebitamento possa rendere vulnerabili molti mutuatari qualora insorgano difficoltà economiche.

Coloro che da lungo tempo guardano al dollaro con pessimismo – basandosi soprattutto sull'entità del disavanzo corrente degli Stati Uniti – sono stati ripetutamente smentiti dalla sua forza. Le spiegazioni di volta in volta fornite a riguardo di tale forza si sono rivelate carenti alla luce dei fatti. Con tutta probabilità, la spiegazione finora più convincente si basa sulla combinazione di due fattori: un'elevata redditività attesa degli investimenti negli Stati Uniti, legata alla più rapida crescita della produttività, e la scelta strategica relativamente recente delle società europee di rafforzare la loro presenza su scala mondiale. In pratica, questa ricomposizione del portafoglio richiedeva come primo passo un ingresso sul più grande mercato globale, gli Stati Uniti. Fino a poco tempo fa i flussi di capitale dall'Europa agli Stati Uniti assumevano prevalentemente la forma di investimenti azionari diretti e di portafoglio. Lo scorso anno, tuttavia, questi sono stati rimpiazzati in larghissima parte da acquisti di titoli obbligazionari, lo strumento meno

rischioso tradizionalmente preferito dagli investitori giapponesi e di altri paesi asiatici. Ancor più di recente, forse per effetto delle perdite subite sui precedenti investimenti USA, persino questi flussi sono diminuiti, mentre è cresciuto l'interesse degli investitori americani per le opportunità offerte dai mercati europei.

Visti i precedenti in materia di pronostici al riguardo, sembrerebbe arrischiato fare congetture sulle conseguenze di questi ultimi sviluppi. Pur considerando la recente debolezza del dollaro, sarebbe semplicistico estrapolare tout court questa dinamica nel futuro. Tuttavia, è un fatto puramente aritmetico che ogni anno in cui gli Stati Uniti accusano un ampio disavanzo corrente il debito esterno aumenta. E qualora gli Stati Uniti registrassero la ripresa più vigorosa fra i principali paesi industriali, come oggi molti si attendono, questa legge dei numeri farebbe sentire ancor più i suoi effetti. Anche la circostanza che numerosi portafogli d'investimento, sia pubblici che privati, appaiano pesantemente sbilanciati verso il dollaro potrebbe fornire un certo margine per una loro ricomposizione, ove apparisse definitivamente conclusa la fase di forza della valuta USA. L'Europa dispone ora di mercati finanziari in euro che eguagliano per molti importanti aspetti quelli statunitensi. I tentativi di coprire le posizioni in dollari potrebbero parimenti influire sul valore interno delle attività denominate in tale moneta, specie se il prezzo di queste ultime fosse ritenuto di per sé elevato.

L'ultimo motivo generale di preoccupazione in quest'area attiene ad alcuni dei lati negativi dei moderni mercati finanziari. Il più evidente è che l'accesso a molteplici fonti di credito può favorire il sovraindebitamento. L'esperienza insegna che i consumatori, le imprese e persino i soggetti sovrani non sempre sono buoni giudici della loro capacità di assicurare il servizio del debito. Né lo sono, del resto, i loro prestatori. Infine, come dimostrano chiaramente le attuali difficoltà dell'Argentina, ciò che appare gestibile in determinate circostanze potrebbe non esserlo in altre.

Un problema strettamente correlato è che i mercati sono soggetti a improvvisi mutamenti di umore, i quali possono tradursi in comportamenti gregari e in un repentino prosciugarsi della liquidità in settori cruciali. La sempre maggiore concentrazione dei mercati finanziari, pur comportando forse una migliore gestione complessiva del rischio, può nondimeno essere fonte di preoccupazione. Ad esempio, i principali mercati dei derivati OTC sono dominati da un novero assai ristretto di imprese il cui merito di credito è andato calando. E non è rassicurante il fatto che le menzionate agenzie federali statunitensi si affidino a queste poche imprese per la complessa attività di copertura contro il rischio di mercato, e in particolare quello insito nella facoltà di rimborso anticipato dei prestiti ipotecari. Gli enormi volumi di transazioni richieste, in un mercato in cui le strategie dei partecipanti appaiono per lo più simili e prevedibili, sono potenzialmente in grado di provocare movimenti di prezzo destabilizzanti. Oltre a ciò, un cambiamento sostanziale nelle condizioni di uno soltanto di questi operatori potrebbe avere implicazioni di vasta portata per i mercati finanziari nel loro insieme. E questo problema rischia di essere aggravato dalla sempre più marcata tendenza dei grandi intermediari a operare fra di loro.

Infine, occorre porsi un ulteriore quesito inerente al mercato, di natura più congiunturale: i mercati obbligazionari continueranno a riservare ai prenditori, compresi quelli di qualità secondaria, la stessa buona accoglienza mostrata nel recente passato? Ad eccezione dei titoli più rischiosi, gli spreads sono rimasti su livelli piuttosto contenuti. Presumibilmente, ciò rispecchia l'opinione secondo cui l'atteso recupero dell'economia è destinato a ridurre notevolmente le probabilità di insolvenza. Se questa opinione dovesse cambiare, tuttavia, i mutuatari pubblici e privati potrebbero facilmente trovarsi di fronte a condizioni di mercato tali da rendere ancor meno probabile una robusta ripresa.

Politiche e iniziative a sostegno di una crescita durevole

Quali che siano i processi economici in atto a un dato momento, politiche e iniziative appropriate possono migliorare le prospettive future. Grazie ad esse è possibile innalzare i trend di crescita, nonché ridurre la variabilità del ciclo e far sì che le crisi finanziarie siano meno frequenti e meno acute. A questo fine hanno un contributo da dare sia la politica macroeconomica sia la politica macroprudenziale, intendendo per quest'ultima l'azione diretta a rafforzare la stabilità finanziaria. Anche le riforme strutturali possono svolgere un ruolo importante, non soltanto accrescendo l'efficienza dei mercati, ma altresì sgombrando il terreno dal disordine economico e finanziario lasciato dalle crisi precedenti, un aspetto questo che continua a essere problematico in più di un paese.

Regimi di cambio e politiche macroeconomiche

Prima di parlare delle politiche macroeconomiche è opportuno prendere in esame i sistemi di cambio nel cui contesto esse si trovano a operare. Sono sempre meno numerosi i paesi emergenti che optano per un regime di parità fissa o aggiustabile, e ciò per buone ragioni. Tali regimi propiziano le speculazioni destabilizzanti e le crisi, come si è visto di recente in Turchia e in Argentina. Inoltre, essi incoraggiano i residenti locali a indebitarsi in valuta estera, solitamente a tassi d'interesse inferiori, cosicché il settore delle imprese e potenzialmente lo stesso sistema finanziario sono esposti a enormi perdite nel caso in cui la moneta nazionale finisca per deprezzarsi. Sebbene l'opzione preferita sia la libera fluttuazione, un'alternativa potrebbe essere l'aggancio immutabile a un'altra più importante valuta, oppure la creazione di una moneta regionale. Alla luce del pieno successo dell'introduzione dell'euro, tali problematiche sono ora più seriamente dibattute nelle economie in transizione e nella quasi totalità dei paesi emergenti. A prescindere dai possibili vantaggi sul piano macroeconomico, vengono sempre più spesso riconosciuti i costi microeconomici che comporta una moltitudine di valute distinte.

I paesi che scelgono di lasciar fluttuare la propria moneta non possono ignorare in pratica l'andamento del suo valore esterno. In effetti, appare chiaro dalle recenti esperienze che molte economie emergenti hanno deciso di amministrare la fluttuazione in modo alquanto attento. Un motivo ovvio è che il tasso di cambio incide sui prezzi interni. In questi casi la raccomandazione

logica sarebbe di impiegare la politica monetaria non tanto per controllare il cambio in sé, quanto per moderarne i movimenti allo scopo di conseguire un certo obiettivo di inflazione interna. Ma il problema può facilmente complicarsi. Vi è infatti la possibilità che il rapporto di cambio non risponda nei modi previsti alla manovra dei tassi ufficiali, una possibilità questa che appare realistica a giudicare dal comportamento delle tre principali valute negli ultimi anni. Oppure possono sorgere giustificati timori per altri effetti connessi con le variazioni del cambio, come le conseguenze sulla competitività e sulla stabilità finanziaria, o il rischio di condizioni di mercato perturbate e di spirali perverse sfocianti in una crisi. Questi timori sarebbero in realtà più legittimi nelle economie emergenti che in quelle industrializzate. In siffatte circostanze sarebbe opportuno considerare altri strumenti. Questi andrebbero, in ordine ascendente di ingerenza, dagli interventi verbali e dagli interventi effettivi sul mercato valutario fino a misure cogenti per limitare la speculazione e i movimenti di capitale. Indipendentemente dalla strategia adottata, si dovrebbe tenere debitamente conto dei costi di più lungo periodo che comporta l'interferire nei processi di mercato, nonché spiegare chiaramente al pubblico i motivi che giustificano ciascuna delle scelte.

Il compito più impegnativo per le autorità monetarie durante il passato decennio è stato quello di conseguire e mantenere una bassa inflazione. Tale compito è stato assolto con notevole successo, e da ciò è conseguita una migliore performance economica ovunque. Al tempo stesso, tuttavia, questa situazione propizia comporta nuove sfide, di cui i responsabili delle politiche hanno crescente consapevolezza. La prima sfida concerne la scelta del momento appropriato per inasprire le condizioni monetarie. La seconda riguarda invece la manovra di allentamento, e in particolare i vincoli posti dalla soglia zero dei tassi d'interesse nominali.

Si consideri dapprima la questione dell'inasprimento monetario. Se è vero che le aspettative inflazionistiche sono maggiormente ancorate agli obiettivi ufficiali di inflazione, sussiste anche il rischio che eventuali squilibri di fondo fra la domanda e l'offerta si accumulino gradualmente senza essere avvertiti. A un certo punto potrebbero affiorare pressioni inflazionistiche tali da richiedere forse una risposta della politica monetaria più decisa di quanto non sarebbe stato altrimenti necessario. Una situazione di questo tipo ha più probabilità di verificarsi se gli incrementi rilevati dal lato dell'offerta risultassero poi essere un fenomeno puramente transitorio dovuto, ad esempio, a un temporaneo rafforzamento del tasso di cambio o ad un ribasso non duraturo del prezzo dei prodotti primari. Ovviamente, nulla di tutto ciò costituirebbe un problema pratico per la politica monetaria se le banche centrali potessero contare su affidabili misure di grandezze quali il tasso di crescita potenziale e il tasso naturale di disoccupazione. Ma purtroppo così non è.

Una diversa e forse più probabile complicazione attinente all'inasprimento monetario può sorgere allorché i tassi di inflazione e di interesse sono bassi e il livello di fiducia è alto. In queste circostanze il ricorso al capitale di prestito si fa più allettante. Esso può anche diventare più facile, con il pericolo che l'espansione del credito acceleri fortemente, riverberandosi potenzialmente

sui mercati delle attività, sulla ricchezza e sulla spesa. Il minore costo del capitale potrebbe altresì indurre un aumento degli investimenti, che contribuirebbe esso stesso al mantenimento di una bassa inflazione. Ma, se la spesa dovesse poi vacillare, ne conseguirebbe un periodo di offerta eccedente e fors'anche di deflazione, con possibili effetti di retroazione sul sistema finanziario. Un ciclo "boom and bust" di questo genere si è verificato in Giappone verso la fine degli anni ottanta e nel Sud-Est asiatico durante la seconda metà del decennio successivo. In entrambi i casi non vi era inflazione manifesta, eppure è sopraggiunta la crisi.

È assai più facile descrivere queste problematiche che indicare la linea d'azione appropriata. L'innalzamento dei tassi d'interesse in assenza di palesi spinte inflazionistiche è una decisione ardua – sia che nel contempo i prezzi delle attività salgano rapidamente sia che ciò non avvenga – e questo per due buoni motivi. Primo, date tutte le incertezze concernenti l'economia e i parametri di valutazione, vi sono forti probabilità che in entrambe le situazioni l'inasprimento monetario si riveli poi una scelta sbagliata. Secondo, sarebbe estremamente difficile convincere l'opinione pubblica e i politici della necessità di una tale manovra. D'altra parte, se l'economia sta effettivamente sviluppando un ciclo "boom and bust", quanto più a lungo si consente all'espansione di proseguire, tanto più gravose saranno le conseguenze ultime.

Il modo in cui allentare la politica monetaria quando l'economia si sta indebolendo e il livello dell'inflazione è già basso solleva altre interessanti questioni, dato il forte rischio che si determini una situazione deflazionistica. Poiché i tassi d'interesse ufficiali non possono scendere al disotto dello zero, la deflazione fa aumentare i rendimenti reali. Ciò acuisce il problema in misura direttamente proporzionale all'entità del debito in essere cui si applica la formula dell'interesse composto.

Alcuni propugnerebbero un allentamento monetario molto deciso proprio per impedire una deflazione. I pericoli aggiuntivi derivanti dall'alto livello del debito, di particolare rilevanza per le scelte di politica economica nei paesi di lingua inglese, sono un ulteriore elemento in favore di un tale approccio. Altri raccomanderebbero invece una manovra più misurata nel perseguire il medesimo obiettivo. La finalità tattica sarebbe quella di creare l'aspettativa che i tassi continuino a calare e rimangano poi bassi. Ciò favorirebbe la diminuzione dei rendimenti a lungo termine, stimolando così la spesa. Questa logica può valere in gran parte dell'Europa continentale, dove i tassi a lunga rivestono tradizionalmente una maggiore importanza e al momento attuale vi è un minore eccesso di capacità produttiva che frena gli investimenti. Un ulteriore argomento a sostegno della cautela fu evocato per la prima volta negli anni trenta. Se il problema è quello di un ciclo "boom and bust", la presenza di tassi d'interesse molto bassi potrebbe ostacolare il necessario processo di eliminazione della capacità eccedente. Ovviamente, questo argomento viene ad assumere assai minor peso se vi sono altri meccanismi – come un'efficace giurisdizione fallimentare e istituzioni bancarie vigili – atti ad assicurare che le imprese problematiche siano comunque ristrutturate.

In tali circostanze dovrebbe essere concretamente presa in considerazione l'opportunità dell'azione di politica fiscale. La nozione principale che discende

dall'analisi keynesiana è che quando la manovra monetaria si dimostra sempre meno in grado di ottenere gli effetti desiderati, la politica fiscale può comunque svolgere un ruolo importante. D'altra parte, l'inavveduta gestione della spesa pubblica durante i più recenti decenni è anch'essa fonte di importanti insegnamenti.

In primo luogo, anche la forma che assume lo stimolo fiscale ha rilevanza. In Giappone, ad esempio, i massicci investimenti pubblici nelle infrastrutture regionali durante l'ultimo decennio sono andati in gran parte sprecati. Di fronte all'accumularsi di passività future senza la contropartita di attività, non sorprende che i consumatori giapponesi, i quali sono al tempo stesso contribuenti, siano rimasti alquanto cauti. Un riorientamento della spesa in favore di schemi assicurativi contro la disoccupazione e di altri ammortizzatori sociali potrebbe notevolmente facilitare i cambiamenti strutturali di cui il paese ha ora così disperatamente bisogno.

In secondo luogo, è necessario che la politica fiscale sia improntata alla prudenza in tempi normali, così da beneficiare di maggiore flessibilità in tempi meno normali. In molti paesi industriali, ma specialmente nell'Europa continentale, i governi non hanno dato prova di accortezza a questo riguardo, soprattutto se si considerano nella loro totalità i futuri oneri previdenziali. In Asia i costi fiscali aggiuntivi della ristrutturazione bancaria potrebbero far salire gli indici del debito a livelli pericolosamente elevati. A complemento di questo richiamo alla prudenza può essere espressa un'altra raccomandazione. Se per ragioni congiunturali si rendesse necessaria una dilatazione del deficit, a questa si dovrebbe accompagnare un piano di medio periodo inteso a ripristinare gradualmente l'equilibrio fiscale. In effetti, norme di legge in questo senso sono state varate in diversi paesi emergenti.

Riforme strutturali e macroprudenziali

In molti paesi le prospettive di una crescita più rapida e meno variabile verrebbero migliorate anche dall'ulteriore perseguimento delle riforme strutturali. In Giappone le principali difficoltà provengono da ostacoli di fondo al ripristino di adeguati livelli di profitto. Questo problema sarà di non facile soluzione. Nell'Europa continentale, benché il funzionamento dei mercati del lavoro e dei beni sia migliorato più di quanto molti non pensino, vi è ancora molta strada da fare prima che la realtà dei cambiamenti corrisponda alla promessa politica del vertice di Lisbona. Purtroppo, la prossimità delle elezioni in alcuni paesi, congiuntamente alla resistenza opposta dalle organizzazioni sindacali, ha concorso negli ultimi tempi a rallentare i necessari progressi. Un analogo commento – recenti progressi significativi, ma di gran lunga inadeguati – si può fare per la Cina, l'India, la Russia e tutta una serie di altri paesi emergenti. La realtà è che le riforme strutturali sono intrinsecamente difficili. I governi devono infatti impegnarsi su tempi lunghi e fare i conti con una forte opposizione da parte di interessi costituiti.

Le politiche volte a migliorare l'efficienza e la stabilità del sistema finanziario sarebbero parimenti di grande ausilio nel promuovere una crescita durevole. In molti paesi il principale compito consiste nel rimuovere le anomalie lasciate in retaggio dalle precedenti crisi finanziarie o da un lungo

periodo di erogazione del credito distorta e troppo a buon mercato. Dopo anni di esitazioni, le autorità giapponesi hanno appena iniziato ad affrontare i problemi strutturali che affliggono i settori societario e bancario. Le recenti istruttorie speciali sui crediti di dubbio esito compiute dalla Financial Services Agency si dimostreranno fruttuose se indurranno le banche ad astenersi dal concedere prestiti a mutuatari non solvibili. Ciò determinerebbe a sua volta, attraverso i meccanismi di mercato, una ristrutturazione nel settore delle imprese che affronterebbe il problema di fondo dei profitti inadeguati. Tuttavia, il riconoscimento delle perdite potrebbe anche evidenziare l'insufficiente base patrimoniale di alcune banche giapponesi, e con essa la necessità di una qualche forma di ulteriore intervento pubblico. Qualora giudicassero probabile una tale evenienza, le autorità dovrebbero preparare fin d'ora l'opinione pubblica a un possibile aumento del disavanzo di bilancio. In assenza di questi miglioramenti sul piano interno, in Giappone una ripresa economica mondiale non avrebbe che un effetto palliativo.

Sfortunatamente, problemi analoghi derivanti da passati errori paiono persistere in un certo numero di paesi emergenti. Ad esempio, in Messico l'espansione del credito interno non si è mai ripresa dalla crisi del 1994; anche in diverse economie asiatiche, fra cui in particolare l'Indonesia, si osserva un fenomeno analogo. Se ciò è dovuto a vincoli dal lato dell'offerta, in quanto banche ancora deboli si rifiutano di concedere crediti a imprese ancora deboli, tali forze frenanti potrebbero senz'altro ridurre le prospettive di ripresa economica. Questo vale a maggior ragione per la Turchia, e ora per l'Argentina, paese che in passato vantava uno dei più robusti sistemi bancari dell'America latina. Naturalmente, va altresì notato che progressi considerevolmente maggiori paiono essere stati compiuti in paesi quali la Corea e la Malaysia. Un'attenta considerazione della loro esperienza, nonché degli insegnamenti tratti dalle passate ristrutturazioni nei paesi nordici, potrebbe senz'altro essere proficua per altri.

Le misure adottate per rimediare agli errori finanziari passati devono andare di pari passo con gli sforzi tesi a evitarne di nuovi. Come si è detto nell'Introduzione, sono stati intrapresi molti passi utili per rafforzare i singoli settori finanziari, il funzionamento dei mercati e l'infrastruttura che sorregge il sistema finanziario globale. Nondimeno, un certo numero di iniziative e di processi già in atto deve ancora giungere a compimento. Sono inoltre emerse nuove proposte che meritano attenzione da parte sia delle autorità sia degli operatori privati.

Fra le iniziative che attendono una conclusione figura in primissimo piano il Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale. Suo obiettivo è migliorare la stabilità dei sistemi bancari nazionali ridefinendo i requisiti patrimoniali minimi, rafforzando il ruolo degli organi di vigilanza e promuovendo la disciplina di mercato. La principale modifica in ordine ai coefficienti patrimoniali è che il capitale prescritto sarà collegato in modo molto più diretto al profilo di rischio complessivo della banca. Questo passo opportuno, anzi inevitabile, riflette la tendenza generale dei mercati finanziari a valutare in modo più efficiente il prezzo dei rischi di ogni genere. Per la loro misurazione è proposto l'impiego di varie metodologie, differenziate in funzione del grado di sofisticatezza della

gestione del rischio. I requisiti patrimoniali sono inoltre concepiti in modo da incentivare le banche a passare da forme relativamente rudimentali a metodi più affinati di valutazione del credito. Tuttavia, il Nuovo Accordo non contiene alcuna disposizione che costringa le banche, specie nelle economie emergenti, ad adottare metodologie più complesse fintantoché esse non si sentano in grado di farlo.

Il Nuovo Accordo è stato oggetto di ampie consultazioni con autorità di vigilanza ed esponenti del settore bancario di tutto il mondo. Per questo motivo alla sua definizione si lavora da anni. Le consultazioni proseguiranno nel 2003, mentre la piena attuazione è prevista per il 2006, affinché sia le banche sia gli organi di vigilanza abbiano a disposizione un sufficiente periodo preparatorio. In merito a varie questioni aperte è tuttora in corso un intenso dibattito, ma nella maggior parte delle aree l'accordo su come procedere appare a portata di mano.

Un aspetto problematico di carattere più generale concerne l'intrinseca prociclicità di sistemi finanziari basati sul mercato e il modo in cui il Nuovo Accordo potrebbe influire su di essa. Come si è detto nel capitolo precedente, spesso le condizioni creditizie si allentano nella fase ascendente del ciclo, per farsi poi restrittive allorché l'economia inizia a flettere. Così è sempre stato, anche con l'Accordo vigente. Nondimeno, è stato espresso il timore che questa tendenza possa essere accentuata dal Nuovo Accordo. L'impiego di coefficienti patrimoniali sensibili al rischio migliora senz'altro la valutazione relativa dei differenti crediti. Tuttavia, una valutazione che può variare in termini relativi può anche modificarsi in valore assoluto nel corso del tempo. Ciò comporta la possibilità che i requisiti patrimoniali si riducano nei periodi di alta congiuntura e quindi aumentino nuovamente nelle fasi recessive, con effetti prociclici sul credito bancario.

Il Comitato di Basilea sta esaminando questo aspetto con grande attenzione, nella consapevolezza che il pilastro del controllo prudenziale possa svolgere un ruolo significativo a tale riguardo. In diversi paesi viene inoltre considerata l'adozione di sistemi di accantonamento prospettici o dinamici. Ma forse il maggiore incoraggiamento proviene dal fatto che, grazie al processo avviato dal Comitato di Basilea, la cultura della gestione del rischio appare molto migliorata ed è verosimilmente destinata a migliorare ancora. Un elemento cruciale di questa nuova cultura del rischio sarebbe il riconoscere in modo più sistematico che il futuro può essere diverso dal passato, che i cicli hanno carattere ricorrente e che i buoni crediti possono facilmente deteriorarsi. In analogia a quanto detto più sopra in merito alla prudenza fiscale, sarebbe auspicabile che le banche accumulassero capitale nei periodi favorevoli per potervi attingere nei momenti difficili. Così facendo, verrebbero ad attenuarsi notevolmente i timori di una più marcata prociclicità finanziaria.

Altre opportunità e altre sfide scaturiranno dal processo di liberalizzazione finanziaria, a livello sia interno sia esterno, che appare ormai ben avviato in molte economie emergenti. Fra i vantaggi dovrebbero figurare una migliore qualità dei servizi finanziari, più elevati livelli di risparmio e una maggiore efficienza nell'allocazione delle risorse reali. Dalle reiterate crisi finanziarie degli ultimi decenni si possono tuttavia trarre anche alcuni insegnamenti

pratici. È importante il modo in cui viene attuata la liberalizzazione, soprattutto per quanto concerne i movimenti di capitale. Inoltre, lo stesso periodo di transizione può essere particolarmente carico di insidie.

Oltre che al rafforzamento dei sistemi bancari, nei paesi emergenti dovrebbe essere assegnata un'alta priorità allo sviluppo dei mercati finanziari interni. Ciò faciliterebbe la conduzione della politica monetaria e contribuirebbe a evitare l'insorgere di strette creditizie nel caso in cui il settore bancario venisse a trovarsi in difficoltà. La presenza di mercati interni più sviluppati significherebbe che esistono alternative praticabili al finanziamento esterno, il quale ha spesso portato i mutuatari ad assumere esposizioni pericolosamente elevate in valuta estera. Gli afflussi di capitali di questo tipo possono avere altre conseguenze macroeconomiche sgradite, come ha ben messo in evidenza la crisi asiatica. Infine, potrebbero essere proposte misure per migliorare il funzionamento dei mercati finanziari nei paesi industriali. Ma è forse meglio esaminare tali questioni nel contesto di tre episodi critici di cui è più vivo il ricordo.

Alcuni insegnamenti tratti dalle crisi più recenti

Le vicende con le implicazioni di più vasta portata per i mercati finanziari sono state indubbiamente quelle attinenti alla disfunzione del governo d'impresa nella Enron e, come emerso in seguito, in varie altre società. Da questo evento paiono potersi ricavare due principali insegnamenti, entrambi purtroppo non nuovi. Il primo è che un alto grado di leva finanziaria è pericoloso, nonché facilmente dissimulabile. Nondimeno, persino nel caso della Enron sarebbe stato possibile accertare l'entità dell'esposizione se soltanto qualcuno avesse posto le domande giuste. Il problema è che nessuno lo ha fatto, presumibilmente perché le cose sembravano andare per il meglio e perché formulare domande appropriate richiede sempre un duro lavoro. Purtroppo, poco si può fare contro questa riluttanza, insita nella natura umana, ad andare al fondo delle cose.

Il secondo insegnamento può tradursi in proposte più concrete. I conflitti di interessi rischiano di compromettere gravemente il processo del governo societario. Nel caso della Enron e di altre imprese esistevano vari livelli di controllo, e praticamente in ognuno di essi è oggi riscontrabile un potenziale conflitto di interessi. Il modo in cui questi conflitti hanno potuto influenzare il comportamento della direzione, del consiglio di amministrazione, dei revisori interni ed esterni, dei creditori, degli azionisti istituzionali, degli analisti di borsa e delle agenzie di rating è attualmente oggetto di attento scrutinio. Sono già state proposte molteplici soluzioni alternative per rimediare alle carenze individuate a ciascun livello. Nel contempo, sembra che in varie aree i mercati si stiano autocorreggendo. Alla luce di ciò, le decisioni riguardo alle misure da adottare sul piano regolamentare dovrebbero essere prese soltanto dopo approfondita riflessione. La definizione di un congruo sistema di incentivi per indurre comportamenti appropriati è un esercizio assai delicato, e scelte precipitose potrebbero facilmente avere conseguenze indesiderate.

Quest'ultima considerazione vale anche per gli insegnamenti che si possono trarre dalla seconda crisi, quella dell'Argentina. A parte alcune conclusioni ovvie su come non debba essere gestita una crisi, nemmeno la più importante lezione ricavabile da questa vicenda costituisce una novità. L'acquiescenza di fronte a situazioni insostenibili aumenta considerevolmente i costi finali. Ciò solleva la questione delle possibili nuove forme di incentivi, sia per i debitori sia per i creditori, che permetterebbero di ottenere a uno stadio più precoce il consenso di entrambe le parti sulla necessità di ristrutturare il debito.

I debitori riconoscerebbero più facilmente la realtà dei fatti se ciò comportasse minori oneri e benefici più tangibili. In teoria i principali costi dovrebbero essere il contenzioso legale e l'estromissione in futuro dai mercati creditizi, anche se la recente esperienza mostra come in pratica tali costi possano non essere di grande entità. La ristrutturazione potrebbe essere resa molto più attraente agli occhi dei debitori se fosse invece accompagnata da un più agevole accesso al "denaro fresco" e offrisse vantaggi sostanziali in termini di futuro servizio del debito. Per quanto concerne i creditori, questi sarebbero maggiormente disposti ad accettare una ristrutturazione precoce ove si riuscisse a convincerli che essa è realmente necessaria. In altre parole, essi dovrebbero prendere atto prima di quanto non avvenga ora che l'unica alternativa concreta che si offre loro è quella fra accontentarsi di una parte o perdere il tutto. Chiaramente, la possibilità di accesso illimitato alle risorse altrui impedisce una siffatta presa di coscienza. Infine, sia i debitori che i creditori dovrebbero in linea di principio rispondere positivamente alle procedure che facilitano una composizione ordinata della crisi.

Sebbene questi principi generali possano apparire incontrovertibili, il tradurli in azioni concrete solleva vari interrogativi. Al momento attuale non vi è un metodo concorde e sicuro per determinare quando il debito di un paese richieda di essere ristrutturato. Ciò implica che non si possa giudicare in modo pragmatico caso per caso? I creditori che hanno appena proceduto a svalutazioni di attività non sono molto inclini a fornire denaro fresco. Ciò implica che al FMI spetti un più importante ruolo di catalizzatore? Gli accordi per l'adozione di convenzioni giuridiche internazionali vincolanti per tutte le nazioni sovrane sono notoriamente difficili da negoziare. Ciò implica che si debba preferire un approccio più informale? A questi interrogativi pratici se ne potrebbero aggiungere molti altri.

Qual è dunque lo stato attuale delle cose? Un punto su cui pare in generale esservi consenso è che giustamente il FMI lascia intendere che l'entità dei suoi finanziamenti di emergenza ai paesi in crisi sarà in futuro più limitata. Ciò farà venir meno l'aspettativa che sia comunque possibile un pieno recupero dei crediti vantati. Vi saranno sempre casi eccezionali che richiedono un finanziamento più discrezionale, ma la decisione di rendere disponibili tali fondi si baserà presumibilmente su criteri più severi e più trasparenti. Si dovranno inoltre esplorare ulteriormente le modalità operative di una procedura internazionale più formale per la risoluzione delle crisi debitorie, e di fatto una ricerca in questo senso è già in corso presso il Fondo, nonché sotto l'egida del G7 e di altre istanze. Poiché occorrerà probabilmente

parecchio tempo prima che questi lavori si traducano in risultati pratici, sono state inoltre avviate iniziative per valutare come possano essere modificati sia i contratti di prestito esistenti sia quelli di nuova negoziazione al fine di facilitare risoluzioni ordinate anche quando è coinvolta una vasta gamma di creditori.

La terza e più drammatica crisi è stata quella dell'11 settembre 2001, i cui tratti salienti sono fin troppo noti. Il principale insegnamento per la comunità finanziaria concerne i rischi operativi che insorgono allorché le istituzioni finanziarie, i mercati e le infrastrutture sono fortemente concentrati sul piano geografico. Si aggiunga che quando a un ristretto numero di istituzioni fa capo un'altissima quota dell'operatività mondiale vengono ad accrescersi fortemente i rischi di una grave paralisi sistemica. Poiché nell'offerta di molti servizi finanziari le economie di scala e di gamma sono una realtà di fatto, non sarebbe facile invertire la tendenza alla concentrazione. Tuttavia, le imprese dovrebbero quantomeno essere costrette a dotarsi dei sistemi di riserva necessari a garantire la continuità operativa in caso di crisi. Un secondo importante insegnamento è che occorre predisporre e aggiornare regolarmente efficaci piani di emergenza i quali contemplino anche linee di comunicazione sicure. Per giunta, tali piani non dovrebbero basarsi sull'assunto che soltanto singole imprese vengano a trovarsi in difficoltà, bensì prefigurare una crisi simultanea di molteplici operatori. In siffatte circostanze è essenziale la presenza di sistemi di backup in grado di comunicare fra loro.

Tradurre in proposte pratiche gli insegnamenti tratti dalle recenti crisi è una cosa, porre in atto queste proposte un'altra, soprattutto in considerazione dei compromessi politici che ciò richiede a livello sia nazionale sia internazionale. La resilienza mostrata dal sistema finanziario globale testimonia dell'utilità degli sforzi compiuti finora a questo riguardo. Essa non deve però farci dimenticare che potrebbero rendersi necessarie ulteriori iniziative al fine di assicurare un adeguato grado di stabilità finanziaria ed economica in un mondo sempre più complesso.

Attività della Banca

Questo capitolo passa in rassegna le iniziative prese durante il trascorso esercizio dalla Banca e dai comitati che essa ospita al fine di promuovere la cooperazione fra banche centrali e altre autorità finanziarie. Esso presenta inoltre un quadro d'insieme dei servizi finanziari offerti dalla BRI alle banche centrali clienti e termina con una sintesi degli sviluppi istituzionali recenti. I documenti menzionati in questo capitolo, così come gran parte del lavoro di ricerca prodotto dalla Banca, sono disponibili sul sito Internet della BRI (www.bis.org) o, a richiesta, in versione cartacea.

1. Contributi diretti della BRI alla cooperazione monetaria e finanziaria internazionale

Due modi fondamentali in cui la Banca cerca di promuovere la cooperazione nella sfera monetaria e finanziaria consistono nell'organizzare riunioni e nell'ospitare i segretariati di vari comitati, alcuni dei quali riferiscono direttamente ai Governatori delle banche centrali del G10. In questo contesto, due elementi distintivi, già rilevati in precedenti Relazioni annuali, sono risultati evidenti anche nel periodo in esame. Anzitutto, il carattere sempre più globale sia della partecipazione alle riunioni tenute sotto gli auspici della BRI sia dei temi in discussione. In secondo luogo, la gamma sempre più ampia delle autorità finanziarie partecipanti a fianco dei banchieri centrali. In questo senso, la Banca risponde all'esigenza di coinvolgere tutte le parti interessate – compreso il settore privato – nel dibattito sulla stabilità finanziaria.

L'impegno a favore della stabilità finanziaria è anche alla base del costante ampliamento delle attività dei segretariati che hanno la loro sede alla BRI ma non fanno capo ai Governatori del G10. Attualmente, sia il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) sia l'International Association of Insurance Supervisors (IAIS) hanno i loro segretariati presso la Banca. Nella sua seduta istitutiva agli inizi del maggio 2002, anche l'International Association of Deposit Insurers ha deciso di insediare il proprio segretariato alla BRI.

Il ruolo della BRI nel promuovere la comprensione delle tematiche prudenziali tra banche centrali e autorità di vigilanza trova espressione nel rafforzamento delle iniziative dell'Istituto per la stabilità finanziaria (ISF) creato congiuntamente dalla BRI e dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. Per poter far fronte in modo più diretto alle esigenze di cooperazione delle banche centrali della regione, sono state ulteriormente ampliate le attività della Rappresentanza della Banca per l'Asia e il Pacifico a Hong Kong SAR, mentre la conclusione dell'Accordo di sede tra il Messico e la BRI ha posto le premesse per l'apertura in corso d'anno della Rappresentanza per le Americhe, cui sarà demandato il compito di curare gli interessi della comunità di banche

centrali dell'emisfero occidentale. Infine, sono stati mantenuti stretti rapporti di collaborazione con le associazioni regionali di banche centrali.

Consultazioni periodiche su questioni monetarie e finanziarie

Nel periodo sotto rassegna i Governatori e gli alti funzionari delle banche centrali azioniste della BRI si sono riuniti con cadenza bimestrale per analizzare gli sviluppi economici e finanziari e per scambiare opinioni su tematiche correnti di particolare interesse o rilevanza.

L'evoluzione dell'economia mondiale è stata al centro delle discussioni nell'ambito dei *Global Economy Meetings*, cui partecipano i Governatori delle banche centrali delle principali economie industriali ed emergenti. Importanti argomenti all'ordine del giorno sono stati l'individuazione delle vulnerabilità economiche e finanziarie nel contesto di un rallentamento dell'economia mondiale, le implicazioni per le politiche monetarie e finanziarie dei tragici eventi dell'11 settembre 2001, l'impatto sul funzionamento del mercato dei fallimenti di alcune società di primaria importanza e la crisi argentina. Questi temi, insieme agli argomenti affrontati in altre sedute, sono stati ulteriormente discussi nelle *riunioni dei Governatori dei paesi del G10*. Oltre a ciò, i Governatori del G10 hanno passato in rassegna il lavoro attualmente in corso di svolgimento presso i comitati referenti e hanno approvato la pubblicazione di vari documenti predisposti dai comitati stessi o dai loro gruppi di lavoro (si veda oltre). Nel gennaio 2002 essi si sono riuniti insieme ai responsabili della vigilanza bancaria per discutere una serie di questioni riguardanti il completamento e la successiva introduzione del Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale. Sono state organizzate due riunioni ad alto livello con i rappresentanti di importanti istituzioni finanziarie del settore privato, una a livello di Governatori e di CEO, l'altra di diretti sostituti. Entrambe le riunioni hanno fornito l'occasione per uno scambio di vedute sulle ripercussioni che potrebbero avere per i mercati finanziari vari sviluppi recenti, come la crisi argentina, i nuovi meccanismi per il trasferimento del rischio di credito, i dissesti societari e i problemi di determinati settori.

In occasione degli incontri bimestrali, una seduta cui partecipano i Governatori di tutte le banche centrali azioniste della BRI viene dedicata all'esame di un argomento specifico. Fra i temi trattati lo scorso anno figurano le implicazioni del crescente impiego dei prezzi delle attività quale variabile informativa per le strategie di comunicazione e le tattiche di governo monetario delle banche centrali, l'impatto della finanza elettronica sulla politica monetaria, sui flussi di capitale e sulle connesse misure ufficiali nelle economie emergenti, nonché le questioni macroeconomiche e finanziarie poste dagli sviluppi demografici e dall'evoluzione degli schemi pensionistici. La seduta di novembre dei Governatori è stata dedicata a un riesame dei problemi e delle risposte sul piano operativo all'indomani degli eventi dell'11 settembre.

Le riunioni bimestrali del *Comitato degli esperti su oro e cambi*, composto da funzionari responsabili delle operazioni di mercato delle banche centrali del G10, si sono concentrate sugli sviluppi nei principali mercati monetari e dei cambi. In diverse occasioni sono stati invitati a partecipare ai dibattiti

i rappresentanti dei maggiori paesi non appartenenti al G10. I problemi di liquidità e di regolamento causati dagli eventi dell'11 settembre, le ripercussioni valutarie della crisi in Argentina e una rassegna degli sviluppi riguardanti la Continuous Linked Settlement (CLS) Bank hanno parimenti figurato in agenda. Nel maggio 2002 la denominazione del Comitato è stata modificata in *Comitato sui mercati* per rispecchiare meglio il punto focale delle sue attività.

Nell'arco dell'anno sono state organizzate riunioni ad hoc su questioni di particolare interesse per le banche centrali, cui ha partecipato un'ampia gamma di esperti del settore finanziario. I principali argomenti discussi sono stati la finanza elettronica, la contabilizzazione al valore corrente di mercato, nonché le stime della variazione del rischio nel tempo e le connesse opzioni operative. La materia trattata in occasione della tradizionale *Riunione d'autunno degli economisti* è stata l'interazione tra funzionamento del mercato e conduzione della politica monetaria. La *Riunione di primavera degli economisti* è stata dedicata a questioni congiunturali di attualità.

La Banca ha continuato a organizzare riunioni su temi di particolare rilevanza per le economie emergenti. Sono stati tenuti convegni sulla politica monetaria con particolare riferimento all'Asia, all'America latina e, per la prima volta, all'Europa centrale e orientale. La BRI ha nuovamente indetto una riunione speciale per i Vice Governatori delle banche centrali africane al fine di discutere le problematiche di politica monetaria nel loro continente. In occasione dell'Assemblea generale ordinaria della Banca nel 2001, si è svolta una tavola rotonda di Governatori delle maggiori economie emergenti per uno scambio di vedute sulle implicazioni dell'attuale situazione economica mondiale per i rispettivi paesi. Infine, lo sviluppo del mercato interno degli strumenti debitori è stato l'argomento dibattuto durante la riunione di due giorni dei Vice Governatori delle economie emergenti svoltasi verso la fine di dicembre.

Promozione della stabilità finanziaria a opera dei comitati permanenti

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Durante lo scorso anno il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha proseguito la sua importante opera a sostegno della stabilità finanziaria, aggiornando e redigendo linee guida prudenziali su una serie di questioni bancarie fondamentali. L'iniziativa recente di più vasta portata e rilevanza è stata l'elaborazione di un nuovo schema per la valutazione dell'adeguatezza patrimoniale. Oltre a ciò, il Comitato si è adoperato come in precedenza per migliorare sotto vari aspetti le prassi di vigilanza prudenziale nei paesi membri e non membri del G10, interagendo attivamente con altri organismi internazionali.

Nel periodo in esame il Comitato ha compiuto significativi passi avanti nella messa a punto del nuovo schema di adeguatezza patrimoniale per il sistema bancario mondiale. Il Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale sarà più sensibile al livello di rischio dell'attività bancaria e maggiormente in grado di recepire le innovazioni finanziarie. Il nuovo schema accrescerà inoltre

l'incentivo per le banche a migliorare le loro capacità di misurazione e gestione dei rischi.

Il Comitato ha distribuito il secondo dossier di documenti a fini di consultazione nel gennaio 2001. Sono pervenuti oltre 200 contributi di commento in quello che è stato un intenso e costante processo di dialogo e di consultazione con il settore bancario. Nel contempo, una serie di documenti di lavoro ha approfondito il pensiero del Comitato su alcuni dei punti più impegnativi del Nuovo Accordo, promuovendo un ulteriore dibattito su questi temi con gli operatori del settore. Una priorità è stata quella di rispondere ai timori ampiamente pubblicizzati circa i possibili effetti collaterali del Nuovo Accordo. Ad esempio, il Comitato ha esaminato la questione di come conciliare la sensibilità al rischio con la conseguente complessità del modello e ha affrontato il problema del potenziale effetto prociclico esercitato da un sistema più sensibile al rischio. Esso ha altresì risposto alle preoccupazioni circa l'impatto del Nuovo Accordo sulle aziende medie e piccole e sta lavorando a una soluzione che ne tenga debitamente conto.

Data l'importanza del Nuovo Accordo per la configurazione del sistema bancario mondiale, il Comitato di Basilea ha deciso di effettuare un esteso controllo di qualità prima di pubblicare l'ultima proposta consultiva. Sono già state condotte tre inchieste parziali su portafogli bancari, e il Comitato sta ora preparando un'ultima indagine globale per l'autunno 2002. Al fine di disporre di tempo sufficiente per analizzare i risultati, la pubblicazione del terzo documento consultivo è stata rinviata al 2003 e sarà seguita in quello stesso anno dalla stesura finale del Nuovo Accordo. Il rinvio dovrebbe assicurare che la versione definitiva dell'Accordo sia conforme agli obiettivi perseguiti.

Con l'approssimarsi della conclusione del Nuovo Accordo, il Comitato ha iniziato anche a considerare gli aspetti legati alla sua applicazione. Esso è del parere che per assicurarne il successo sia essenziale un vigoroso sostegno agli sforzi delle autorità di vigilanza nel rendere operativo il nuovo schema. Ciò ha condotto all'istituzione dell'Accord Implementation Group, nel cui ambito gli organi di vigilanza potranno scambiare informazioni e idee sull'applicazione del Nuovo Accordo.

Una delle principali finalità del Comitato di Basilea è quella di promuovere migliori standard prudenziali nel sistema finanziario mondiale. Questo obiettivo viene perseguito mediante i contatti intrattenuti con le autorità di vigilanza, la pubblicazione di documenti, la partecipazione a conferenze, la loro sponsorizzazione e il supporto alla formazione. Fra le pubblicazioni recenti del Comitato figurano le linee guida per la gestione del rischio operativo e i principi per la gestione del rischio nell'attività bancaria elettronica. In risposta a un'esigenza emersa dai contatti dell'ISF con le autorità di vigilanza di paesi non membri del G10, il Comitato ha pubblicato nel 2001 un documento in cui vengono delineati gli elementi essenziali di un memorandum d'intesa che potrebbe essere impiegato come base di riferimento per l'istituzione di relazioni bilaterali tra le autorità di vigilanza bancaria dei vari paesi. Su richiesta del FSF, il Comitato ha coordinato lo studio di un gruppo di lavoro composto da esperti di vigilanza di tutto il mondo, il cui rapporto contiene istruzioni per il trattamento delle banche in situazione precaria. Il documento si rifà

all'esperienza di un'ampia gamma di paesi nell'affrontare questi casi ed è concepito per essere applicato a tutti i sistemi bancari e a tutte le istituzioni.

La Accounting Task Force del Comitato ha pubblicato documenti normativi e raccomandazioni su importanti questioni di contabilità e audit, come ad esempio il ruolo dei revisori interni nelle banche e il rapporto tra autorità di vigilanza bancaria e revisori esterni. Inoltre, il Comitato ha preparato per il FSF un'analisi delle esposizioni creditorie delle banche nei confronti di settori deboli dell'economia, in particolare le telecomunicazioni, e di quelli maggiormente colpiti dagli eventi dell'11 settembre 2001.

Di recente, il Comitato ha inoltre illustrato una serie di misure che intende adottare in appoggio all'azione internazionale contro il finanziamento del terrorismo. Esso ha esaminato le esperienze maturate in questo campo dalle autorità di vigilanza bancaria e da altri organismi per verificare se esistono ostacoli allo scambio di informazioni sul finanziamento del terrorismo, e in caso affermativo, quali misure vadano prese. Il Comitato si sta anche adoperando affinché proseguano le iniziative volte all'adozione su scala mondiale degli standard contenuti nel suo rapporto *Dovere di diligenza delle banche nell'identificazione della clientela*.

Il Comitato di Basilea continua a collaborare strettamente con un'ampia gamma di paesi non membri allo sviluppo di sistemi di vigilanza più solidi. L'applicazione dei suoi Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria, in quanto standard accettati a livello internazionale, si sta progressivamente diffondendo, e sono oltre 60 i paesi che hanno finora effettuato valutazioni volontarie di conformità nel quadro dei Financial Sector Assessment Programs del FMI e della Banca mondiale. Sovrintende a questo processo il Core Principles Liaison Group del Comitato, di cui fanno parte membri di 15 paesi emergenti; il suo sottogruppo sul capitale sta dando un prezioso contributo all'elaborazione del Nuovo Accordo di Basilea. Singoli rappresentanti delle istituzioni di vigilanza dei paesi non appartenenti al G10 operano nei vari gruppi di esperti del Comitato. La cooperazione con le autorità prudenziali dei paesi emergenti si svolge a livello regionale: il Comitato di Basilea ha continuato a partecipare attivamente alle riunioni e conferenze di gruppi regionali di autorità di vigilanza, fornendo una continua assistenza tecnica attraverso l'ISF. Infine, il Comitato è promotore della 12ª Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza che si svolgerà a Città del Capo, Sudafrica, nei prossimi mesi. Ad essa partecipano di norma delegati di circa 130 paesi. I temi in discussione alla Conferenza verteranno sul Nuovo Accordo di Basilea e sul modo di promuovere un contesto finanziario stabile nelle economie emergenti.

Comitato sul sistema finanziario globale

Il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) ha proseguito il monitoraggio dei mercati finanziari con l'obiettivo di individuare le potenziali fonti di vulnerabilità. È stata analizzata in modo particolare l'interazione fra economia reale e mercati finanziari durante la fase di rallentamento. In questo contesto, un argomento di interesse ricorrente ha riguardato la misura in cui il sistema finanziario è stato in grado di redistribuire i rischi derivanti dalle varie componenti del settore della tecnologia informatica. Il Comitato ha inoltre

esaminato la reazione dei mercati finanziari ad alcuni eventi straordinari occorsi nel 2001. I risultati di questa analisi sono stati condivisi con la più ampia comunità ufficiale attraverso la partecipazione del Comitato ai lavori del FSF. Infine, dando seguito a studi intrapresi in precedenza, il CSFG ha diffuso una serie di pubblicazioni.

Nell'aprile 2001 è stato pubblicato il documento *A survey of stress tests and current practice at major financial institutions*. Lo studio era stato avviato per acquisire maggiori elementi conoscitivi sul ruolo delle prove di stress nella gestione del rischio e per individuare gli eventi eccezionali che potessero comportare rischi significativi. Diverse banche centrali partecipanti hanno pubblicato una sintesi del rapporto nel quadro delle proprie iniziative volte a informare sull'attuale stadio di sviluppo delle prassi di gestione del rischio. Nel giugno 2001 è apparso nella pagina riservata al Comitato sul sito Internet della BRI il documento di discussione *Structural aspects of market liquidity from a financial stability perspective*. Sempre in giugno, a completamento del rapporto *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics*, il CSFG ha organizzato un convegno cui hanno partecipato esponenti delle banche centrali e del settore privato.

Nel febbraio 2002 è stato pubblicato il rapporto *IT innovations and financing patterns: implications for the financial system*. Preparato da un gruppo di lavoro del Comitato, il documento pone in risalto il potenziale ruolo che la tecnologia informatica può svolgere quale catalizzatore di una ristrutturazione fondamentale dell'attività economica all'interno e all'esterno del settore informatico e nel modificare il profilo rischio/rendimento delle imprese. Il rapporto analizza le implicazioni di questi sviluppi per la configurazione dei contratti finanziari, la valutazione delle imprese, la gestione dei rischi e la loro allocazione.

Il CSFG ha inoltre avviato nuovi progetti. Nel settembre 2001 sono stati istituiti due nuovi gruppi di lavoro, uno sul trasferimento del rischio di credito e uno sulla struttura degli incentivi nella gestione istituzionale dei patrimoni. I due gruppi dovrebbero presentare il loro rapporto conclusivo entro la fine del corrente anno.

Nel marzo 2002 il Comitato ha ospitato presso la BRI un gruppo di professionisti, ricercatori e banchieri centrali nel quadro della terza edizione della Central Bank Research Conference on Risk Measurement and Systemic Risk, organizzata in collaborazione con la Banca del Giappone, il Federal Reserve Board e la BCE. La Conferenza era incentrata su questioni riguardanti la misurazione del rischio e il rischio sistemico nell'ottica delle banche centrali. È stata data particolare rilevanza ad aspetti quali la natura e le fonti della liquidità di mercato, i recenti progressi nelle metodologie di misurazione del rischio, le cause delle crisi bancarie e gli effetti di contagio a livello di mercati e di regioni.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

Il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) ha proseguito l'azione tesa a promuovere sistemi di pagamento e regolamento sicuri ed efficienti, collaborando in molti casi con altre istituzioni e associazioni

internazionali. In tutte le sue attività il Comitato ha coinvolto numerose banche centrali di paesi non appartenenti al G10.

Nel novembre 2001 il CSPR e il Comitato tecnico dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) hanno pubblicato il testo finale delle Recommendations for Securities Settlement Systems. Esso fa seguito al documento distribuito nel gennaio 2001 per un periodo di consultazione conclusosi nell'aprile dello stesso anno. Il rapporto sarà integrato da una metodologia di valutazione che dovrebbe essere finalizzata nel corso del 2002. Il FMI e la Banca mondiale partecipano alla messa a punto di questa metodologia intesa come strumento per l'attuazione dei loro programmi di valutazione del settore finanziario, nonché per le autovalutazioni.

Lo scopo di quest'ultima iniziativa congiunta del CSPR e dello IOSCO è di promuovere l'adozione presso i sistemi di regolamento in titoli di misure che possano ridurre i rischi, accrescere l'efficienza e fornire adeguate salvaguardie agli investitori grazie alle loro raccomandazioni sulla progettazione, operatività e sorveglianza di questi sistemi. Le linee guida riguardano sia i singoli sistemi sia i loro collegamenti internazionali. Analogamente ai Principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica, che il Comitato ha pubblicato lo scorso anno, questo rapporto intende contribuire alle iniziative internazionali volte a fronteggiare le fragilità nel sistema finanziario mondiale e fa parte del complesso di norme e codici in materia individuati dal FSF.

Nell'ambito dei pagamenti al dettaglio, il Working Group on Retail Payment Systems del CSPR ha portato avanti l'analisi delle tendenze recenti in quest'area, e in particolare dei problemi di rilevanza per le banche centrali. Inoltre, il Comitato ha continuato a seguire gli sviluppi globali nel settore dei prodotti legati alla moneta elettronica e le loro potenziali implicazioni. L'ultima indagine del Comitato, pubblicata nel novembre 2001 contiene informazioni sui prodotti elettronici attualmente in uso o in fase di progettazione presso circa 80 paesi o giurisdizioni, nonché sugli orientamenti adottati dalle autorità competenti, comprese le banche centrali.

Un importante aspetto dell'attività del Comitato resta l'attuazione della strategia, avallata dai Governatori del G10 nel 1996, mirante a ridurre il rischio di regolamento nelle operazioni in cambi. A tal fine, il Comitato ha continuato a seguire e incoraggiare le iniziative del settore privato in questo campo.

Il CSPR è stato ulteriormente impegnato nel promuovere la cooperazione con le banche centrali non appartenenti al G10, e in particolare con quelle dei paesi emergenti. In collaborazione con le banche centrali interessate, il suo Segretariato ha predisposto pubblicazioni informative sui sistemi di pagamento di diversi paesi. Il Comitato ha inoltre fornito assistenza e supporto tecnico a incontri di lavoro e seminari su questioni attinenti ai sistemi di pagamento, organizzati dalla BRI in collaborazione con gruppi regionali di banche centrali.

Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico

Dalla sua inaugurazione nel luglio 1998 la Rappresentanza per l'Asia e il Pacifico (Ufficio asiatico) ha intrapreso una serie di attività miranti a promuovere lo scambio di informazioni e la cooperazione tra le banche centrali della

regione, nonché tra queste e le banche centrali del resto del mondo. L'apertura di una dealing room della Tesoreria regionale, nell'ottobre 2000, ha ampliato ulteriormente il ruolo dell'Ufficio asiatico, grazie all'offerta di servizi bancari alle banche centrali durante l'orario operativo della zona oraria asiatica.

Agli inizi del 2001 è stato istituito il Consiglio consultivo asiatico (CCA), i cui servizi di segretariato sono assicurati dall'Ufficio asiatico. La prima riunione del CCA si è svolta a Basilea nel giugno 2001 e la seconda a Hong Kong nel febbraio 2002. Il Consiglio costituisce un canale di comunicazione tra le banche centrali regionali e il Consiglio o la Direzione della BRI, fornendo in tal modo orientamenti in merito alle attività della Banca nella regione.

Nel periodo sotto rassegna l'Ufficio asiatico ha ospitato e patrocinato una serie di riunioni ad alto livello a Hong Kong. La quarta riunione speciale dei Governatori di banche centrali asiatiche si è svolta nel febbraio 2002 e ha costituito un'occasione per esaminare l'attuale situazione economica e per discutere della gestione dei cambi in Asia. Sono stati inoltre organizzati diversi incontri di esperti. Nell'aprile 2001 un convegno sulle procedure operative di politica monetaria ha riunito rappresentanti delle banche centrali di paesi interni ed esterni alla regione per analizzare gli aspetti operativi della politica monetaria. Nel dicembre 2001 i revisori interni di banche centrali della regione si sono riuniti per la seconda volta al fine di esaminare varie questioni di interesse comune. L'Ufficio asiatico ha anche ospitato un convegno ad hoc degli operatori in cambi presso la CLS Bank.

L'Ufficio asiatico ha cooperato attivamente con i gruppi regionali di banche centrali. Nel luglio 2001 esso ha ospitato, insieme all'Autorità monetaria di Singapore, una riunione congiunta del Forum dell'EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) e del Comitato degli esperti su oro e cambi. Nel marzo 2002 l'Ufficio ha ospitato il Forum dell'EMEAP, che ha riunito esperti regionali in politiche del cambio e i loro omologhi di importanti banche centrali esterne alla regione.

L'Ufficio ha contribuito alla ricerca finanziaria ed economica della Banca in Asia e nel Pacifico, così come a pubblicazioni di banche centrali regionali. Esso ha altresì fornito supporto professionale a varie riunioni organizzate da gruppi regionali e da singole banche centrali, dedicate in particolare al Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale.

Istituto per la stabilità finanziaria

L'ISF è impegnato ad assistere gli organi di vigilanza del settore finanziario a livello mondiale nell'applicazione di sani criteri prudenziali. Esso offre a tali organi l'opportunità di acquisire un'approfondita conoscenza delle tecniche prudenziali e degli sviluppi più recenti in materia, incoraggiando un continuo scambio di vedute all'interno della comunità internazionale delle autorità di vigilanza. L'Istituto adempie al proprio mandato in vari modi, in particolare organizzando seminari mirati e convegni regionali per esperti di supervisione finanziaria di tutto il mondo. La sua attività si è finora concentrata su questioni inerenti al sistema bancario. Tuttavia, l'ISF ha recentemente accettato di

incaricarsi di 10 delle sessioni annuali di formazione dell'International Association of Insurance Supervisors, a partire dalla metà del 2002.

Durante lo scorso anno l'Istituto ha organizzato 10 seminari ad hoc a Basilea e 23 convegni esterni in collaborazione con gruppi regionali di organi di vigilanza. Queste riunioni hanno avuto per oggetto varie tematiche preventivamente concordate con le autorità di un ampio numero di paesi. Gli argomenti trattati comprendevano la gestione del rischio (di credito, di mercato, di liquidità, ecc.), l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, la supervisione finalizzata al rischio, il governo societario, la vigilanza consolidata, la risoluzione di situazioni bancarie critiche e misure per combattere il riciclaggio di denaro di provenienza illecita. Un compito al quale l'ISF ha continuato ad attribuire particolare importanza è stato quello di fornire ai responsabili della vigilanza in tutto il mondo maggiori chiarimenti in merito alla proposta revisione dell'Accordo di Basilea sul Capitale. Tale impegno verrà mantenuto durante la fase di introduzione del Nuovo Accordo. L'ISF ha altresì organizzato 9 seminari speciali, fra cui uno in collaborazione con il FMI e la Banca mondiale sugli aspetti legali della stabilità finanziaria e vari altri sulla gestione del rischio per le autorità di vigilanza assicurativa. Alle iniziative dell'Istituto hanno partecipato lo scorso anno oltre 1400 rappresentanti di organismi di vigilanza di tutto il mondo.

Il personale dell'Istituto ha inoltre curato la presentazione di un'ampia gamma di tematiche in varie conferenze esterne, tra cui quelle tenute da banche di sviluppo regionali, e in assemblee annuali di gruppi regionali di autorità di vigilanza, al fine di estendere il dibattito su questioni rilevanti e di mantenere stretti contatti con gli organi di vigilanza e altri esperti del settore finanziario di tutto il mondo. La cooperazione con altre istituzioni che offrono programmi di assistenza ai responsabili della vigilanza rientra parimenti fra le principali attività dell'ISF. L'Istituto collabora pertanto con organizzazioni quali il Centro di Toronto, l'Istituto del FMI, la Banca mondiale e le banche regionali di sviluppo. L'ISF sostiene inoltre l'impegno della BRI a favore del Joint Vienna Institute.

Un importante obiettivo dell'ISF consiste nel tenere informati gli alti funzionari di vigilanza su sviluppi e questioni centrali nell'ambito della sorveglianza bancaria. Esso ha creato la serie di pubblicazioni *FSI Occasional Papers* che raccoglie i contributi di noti esperti e studiosi su argomenti di interesse per le autorità di vigilanza del settore finanziario. In questa serie sono finora apparsi due studi. L'Istituto continua anche a pubblicare un bollettino trimestrale, *FSI World*, per i responsabili della vigilanza e altri funzionari.

2. Contributi della BRI alla cooperazione finanziaria internazionale allargata

Gruppo dei Dieci

La Banca ha contribuito al lavoro intrapreso dai Ministri finanziari e dai Governatori delle banche centrali del G10, dai loro Sostituti e dai gruppi di

lavoro istituiti sotto i loro auspici, sia partecipando in veste di osservatore sia assicurando i servizi di segretariato unitamente al FMI e all'OCSE. Lo scorso anno il G10 ha continuato ad analizzare questioni attinenti al funzionamento del sistema finanziario internazionale. Esso ha esaminato il problema della sostenibilità del debito e ha avviato uno studio sui meccanismi per la risoluzione delle crisi debitorie sovrane incentrato su aspetti contrattuali, come le clausole di azione collettiva. Questo studio verrà condotto in collaborazione con altri consessi che si occupano di tali problemi. Un gruppo di contatto ha predisposto una bozza di rapporto sul modo in cui fattori strutturali, quali le politiche tributaria, di vigilanza e di informativa al pubblico interagiscono in modo da influire sui prezzi delle attività. Un altro gruppo di contatto ha studiato i meccanismi di insolvenza e l'efficacia giuridica dei contratti nelle principali giurisdizioni finanziarie. Esso sta cercando di individuare i problemi che possono derivare dalla costante integrazione dei mercati internazionali dei capitali e dalla tardiva evoluzione delle procedure nazionali in materia di insolvenza.

Forum per la stabilità finanziaria

Il FSF è stato istituito agli inizi del 1999 per promuovere la stabilità finanziaria internazionale attraverso un più ampio scambio di informazioni e una maggiore cooperazione nei settori della vigilanza e della supervisione finanziaria. Il Forum è l'unico consesso che riunisce su base regolare alti funzionari di istituzioni finanziarie internazionali (compresa la BRI), gruppi internazionali di organi di regolamentazione e di vigilanza, comitati di esperti di banche centrali, nonché autorità nazionali responsabili della stabilità finanziaria in importanti centri finanziari internazionali. Informazioni dettagliate sul FSF, i suoi membri e le sue attività sono disponibili sul suo sito Internet (www.fsforum.org).

Un aspetto centrale dell'attività del FSF è lo scambio di vedute e la raccolta di informazioni sulle vulnerabilità del sistema finanziario in occasione delle sue riunioni biennali. Nel periodo sotto rassegna i membri del FSF hanno esaminato l'impatto esercitato da una straordinaria concomitanza di shock sulla solidità delle istituzioni e dei sistemi finanziari. Essi hanno concluso che, nonostante le molte tensioni, la maggior parte dei sistemi finanziari ha dato prova di notevole resilienza. Tuttavia, i membri hanno anche convenuto che l'interazione tra una ripresa dell'attività mondiale che si prospetta debole e i perduranti squilibri finanziari richiede un'assidua vigilanza e un'intensa cooperazione a livello prudenziale.

Il FSF ha inoltre discusso i problemi derivanti dai fallimenti di grandi imprese durante il periodo in esame. Sebbene le cause dirette di questi dissesti siano state le errate valutazioni aziendali, e forse la frode, essi hanno rivelato debolezze nel sistema di controlli interni ed esterni sul quale si basa la fiducia del pubblico nei mercati finanziari. Gli obiettivi principali messi a fuoco in questo dibattito comprendono il miglioramento del governo societario, riforme dei sistemi contabili e di auditing, maggiore trasparenza delle informazioni, rafforzata sorveglianza esterna e un accresciuto monitoraggio delle dinamiche del mercato finanziario. Tenuto conto che questo lavoro

viene già svolto in buona parte dalle autorità nazionali e dagli organi di regolamentazione internazionali, i membri hanno espresso il parere che il FSF sia nella posizione migliore per esercitare un ruolo di coordinamento in modo da accrescere l'efficacia e da evitare una duplicazione dei compiti.

Il FSF ha passato in rassegna i progressi compiuti nel combattere il finanziamento del terrorismo, riconoscendo l'importante lavoro svolto dalle autorità nazionali, dalla Financial Action Task Force, dal FMI e dalla Banca mondiale, nonché dagli organismi di regolamentazione. Esso presenterà un rapporto su queste iniziative al G7 e al G20.

Nel quadro della sua regolare attività di monitoraggio, il FSF ha discusso i problemi operativi sorti nei mercati finanziari in connessione con gli eventi dell'11 settembre 2001 e gli insegnamenti da trarre per la messa a punto di piani di emergenza. Il Forum ha accolto con favore la creazione di una Crisis Management Contact List (CMCL) per facilitare la gestione delle crisi. Pubblicata nel marzo 2002, la CMCL comprende banche centrali, organi di vigilanza e di regolamentazione, dipartimenti delle finanze o del tesoro di oltre 30 paesi, nonché importanti istituzioni finanziarie internazionali e fornitori di servizi globali.

Esaminando i risultati conseguiti nell'affrontare precedenti punti critici, il FSF ha espresso il suo apprezzamento per le iniziative assunte da alcuni centri finanziari offshore (CFO) al fine di migliorare le loro prassi in materia di vigilanza, regolamentazione, scambio di informazioni e cooperazione, ma ha anche rilevato che in altri casi permangono ritardi. Il FSF effettuerà un esame periodico dei progressi compiuti dai CFO, attirando l'attenzione su quei centri offshore che danno adito a serie preoccupazioni, ma segnalando al tempo stesso gli sviluppi positivi che possano servire da modello ad altri CFO.

Nella riunione del marzo 2002 il FSF ha convenuto che gli sviluppi di mercato e i miglioramenti nelle prassi di gestione del rischio di controparte hanno ridotto i pericoli che le istituzioni con alto grado di leva comportano per il sistema finanziario internazionale. Tuttavia, i membri hanno messo in guardia da un eccessivo compiacimento e hanno invitato il Comitato di Basilea e lo IOSCO a riesaminare in futuro le prassi di gestione del rischio di controparte e di vigilanza prudenziale.

Il Forum ha proseguito le sue riunioni a dimensione regionale volte a promuovere il dibattito tra i membri del FSF e i paesi non aderenti sulle vulnerabilità del settore finanziario e a consentire a questi ultimi di apportare il loro specifico contributo. Dalla pubblicazione dell'ultima Relazione annuale si sono tenute riunioni di questo tipo per la regione dell'Asia-Pacifico, per l'Europa centrale e orientale e per l'America latina (cui hanno partecipato anche la Spagna e il Sudafrica).

International Association of Insurance Supervisors

La BRI ospita il Segretariato dello IAIS sin dalla sua istituzione nel gennaio 1998. Analogamente al Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, ma in questo caso nell'ambito della supervisione del mercato assicurativo, lo IAIS si pone come obiettivo di contribuire alla stabilità finanziaria globale migliorando la

vigilanza del settore assicurativo attraverso l'elaborazione di regole pratiche di supervisione, l'offerta di assistenza reciproca e lo scambio di informazioni sulle esperienze specifiche dei partecipanti.

In collaborazione con altri organi di vigilanza internazionali (nel quadro del Joint Forum del Comitato di Basilea, dello IOSCO e dello IAIS), lo IAIS ha altresì contribuito all'elaborazione di principi per la sorveglianza dei conglomerati finanziari. Inoltre, esso partecipa attivamente al Forum per la stabilità finanziaria.

Finora lo IAIS ha pubblicato diverse serie di principi e linee guida, tra cui Insurance Core Principles, Insurance Concordat e Guidance on Insurance Regulation and Supervision for Emerging Market Economies, nonché una vasta gamma di documenti contenenti criteri prudenziali per il settore assicurativo. Le pubblicazioni dello scorso anno sono: Principles on Capital Adequacy and Solvency, Supervisory Standard on the Evaluation of the Reinsurance Cover of Primary Insurers and the Security of their Reinsurers, Supervisory Standard on the Exchange of Information, Guidance Paper on Public Disclosure by Insurers e Anti-Money Laundering Guidance Notes for Insurance Supervisors and Insurance Entities. I lavori attualmente in corso comprendono la formulazione di standard in materia di requisiti di solvibilità (adeguatezza patrimoniale), supervisione delle passività assicurative, contabilità assicurativa, cartolarizzazione, sorveglianza delle società di riassicurazione, rischio di mercato, commercio elettronico e trasparenza dell'informazione. In aggiunta, è stato avviato un importante progetto di revisione dell'Insurance Core Principles and Methodology.

Lo IAIS ha nuovamente organizzato numerosi programmi di formazione e ha messo a disposizione delle autorità di vigilanza assicurative materiale formativo per assistere i propri membri nell'ottemperare alle prescrizioni prudenziali emesse dallo IAIS. Come menzionato in precedenza, l'ISF si occuperà in futuro di organizzare una serie di iniziative di formazione nel campo assicurativo. Lo IAIS ha tenuto vari seminari regionali rivolti alle autorità del settore in Africa, Asia, Europa centrale e orientale, America latina e in giurisdizioni offshore.

3. Altre aree di cooperazione tra banche centrali

Governo delle banche centrali

L'obiettivo delle attività della BRI in materia di governo delle banche centrali è quello di fornire informazioni su questioni istituzionali e organizzative di rilievo per le banche centrali. Queste attività fanno capo al Central Bank Governance Steering Group e sono condotte attraverso la Network on Central Bank Governance. Il Gruppo comprende otto Governatori provenienti da un'ampia gamma rappresentativa di banche centrali. La rete si estende attualmente a circa 40 maggiori banche centrali e autorità monetarie in tutto il mondo. Sulla base delle indicazioni dello Steering Group, la BRI si adopera per rispondere alle richieste delle banche centrali su questioni che rivestono un'importanza critica per l'efficace operatività di autorità monetarie

indipendenti e chiamate a rendere conto del proprio operato. Durante il periodo in esame è aumentata la domanda di informazioni in quest'area. Un ambito di particolare interesse ha riguardato le disposizioni legali sull'indipendenza e sull' "accountability" delle banche centrali. Sono state richieste informazioni anche sugli attuali sforzi compiuti da un ampio numero di banche centrali per accrescere la loro efficienza ed efficacia.

Cooperazione in ambito statistico

La BRI ha continuato a collaborare attivamente con banche centrali e altri organismi internazionali su varie tematiche di natura statistica. Attualmente, le banche centrali di oltre 30 paesi raccolgono e condividono con la BRI statistiche dettagliate sulle posizioni internazionali delle banche nelle rispettive giurisdizioni. Facendo seguito alle raccomandazioni del CSFG, la BRI e le banche centrali dichiaranti hanno elaborato lo scorso anno un programma esecutivo per migliorare la misurazione delle esposizioni consolidate al rischio paese delle banche commerciali sulla base del cosiddetto rischio ultimo, ossia riallocando le esposizioni al paese in cui risiede l'obbligato di ultima istanza di un credito finanziario. L'intenzione è di disporre dal 2004 di dati più dettagliati e completi sulle esposizioni al rischio paese, comprese le voci fuori bilancio relative a transazioni in derivati.

Lo scorso anno la Banca ha coordinato la quinta Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati condotta presso circa 50 centri finanziari. Nell'ottobre 2001 sono stati pubblicati i dati preliminari sul turnover delle operazioni in cambi e derivati e in dicembre l'ammontare in essere di derivati negoziati fuori borsa. Un rapporto che analizza in modo approfondito i risultati definitivi è stato pubblicato nel marzo 2002.

La BRI ha continuato a collaborare alle statistiche sul debito estero compilate congiuntamente da BRI, FMI, OCSE e Banca mondiale. Questa rilevazione è stata avviata dopo la crisi finanziaria asiatica e fornisce dati trimestrali sulle principali componenti del debito estero delle economie di mercato emergenti sulla base delle segnalazioni del creditore raccolte da tali organizzazioni internazionali. Poiché questi dati possono differire, in alcuni casi in misura significativa, da quelli rilevati dagli stessi paesi debitori, la BRI ha avviato uno studio per individuare le principali discrepanze tra le due serie statistiche. È stata esaminata con particolare attenzione l'area dei debiti a breve termine (in scadenza entro un anno). Circa 30 banche centrali di paesi emergenti hanno fornito dati e informazioni per questo studio. La BRI ha inoltre assistito il FMI nell'elaborazione di una guida globale per la compilazione di statistiche sul debito estero da parte dei paesi debitori.

Come in passato, la BRI ha fornito servizi di banca dati alle banche centrali partecipanti (attualmente 23) per lo scambio elettronico di un'ampia serie di statistiche economiche, monetarie e finanziarie. Sono state inoltre prese iniziative per ampliare sia la copertura geografica sia il contenuto informativo della banca dati della BRI. Nove banche centrali di paesi emergenti hanno deciso recentemente di partecipare alla rilevazione. Grazie alle iniziative prese per ampliare l'ambito di copertura, è stato possibile mettere a disposizione di

economisti e statistici delle banche centrali partecipanti un numero consistente di informazioni statistiche addizionali. La banca dati mette anche a disposizione in forma elettronica le informazioni dettagliate sulle statistiche finanziarie internazionali della BRI.

Facendo seguito alla richiesta dei partecipanti alla banca dati di intensificare la cooperazione internazionale in materia di standard elettronici per lo scambio di informazioni statistiche, la BRI ha lavorato in stretto contatto con FMI, OCSE, ONU, BCE ed Eurostat per lanciare la nuova iniziativa Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX). Il primo simposio ospitato dal FMI ha riunito oltre 100 esperti di banche centrali e istituti statistici nazionali di tutto il mondo per discutere una serie di tematiche riguardanti i nuovi standard basati su Internet. Alcuni mesi dopo è stato lanciato il nuovo sito www.sdmx.org, che riporta i contributi forniti dalla comunità statistica nazionale, regionale e internazionale, nonché dagli organismi per gli standard elettronici e dai consorzi privati.

Cooperazione con gruppi regionali di banche centrali

La BRI ha continuato a promuovere la cooperazione fra banche centrali in varie parti del mondo nell'ambito delle associazioni regionali esistenti. È stata mantenuta un'attiva cooperazione con CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks), GCC (Gulf Cooperation Council), MEFMI (Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa), SADC (Southern African Development Community) e SEACEN (South-East Asian Central Banks). La collaborazione si è concretizzata nella partecipazione alle riunioni predisposte da tali gruppi e nell'organizzazione di occasionali incontri o seminari congiunti. Lo scorso anno la BRI e altre istituzioni internazionali hanno assistito vari gruppi di banche centrali regionali nell'allestire seminari sulla configurazione e sulla gestione dei siti Internet delle banche centrali in modo da accrescere la trasparenza sulla loro attività.

Come negli anni precedenti, la BRI ha coadiuvato le banche centrali dei principali paesi industriali nel coordinare i loro piani di assistenza tecnica e di formazione professionale per le banche centrali dei paesi dell'Europa centrale e orientale, della Comunità di Stati Indipendenti e di talune economie asiatiche in transizione. Per facilitare il coordinamento, la BRI dispone di una banca dati sull'assistenza e formazione tecnica fornite ai summenzionati paesi in transizione. Vengono inoltre organizzate riunioni periodiche che raggruppano funzionari delle banche centrali patrocinanti e beneficiarie, nonché del FMI e della BCE. La riunione dello scorso anno con i paesi della CSI è stata ospitata dalla banca centrale della Federazione russa.

La BRI ha continuato a fornire il suo sostegno al Joint Vienna Institute (JVI), in stretta collaborazione con l'ISF e i comitati con sede in Basilea, ospitando diversi seminari per le banche centrali delle economie in transizione su temi riguardanti la stabilità monetaria e finanziaria. Le autorità austriache e il FMI hanno deciso di proseguire l'attività di formazione dell'Istituto dopo che l'attuale accordo sarà giunto a termine nel 2004. La BRI manterrà i propri

impegni fino ad allora, ma non parteciperà più ufficialmente al JVI a partire da quella data.

Comunicazioni via Internet

Nel marzo 2001 è stato lanciato un sito Internet della BRI completamente rinnovato. Il miglioramento della struttura e dell'impaginazione permette agli utenti di navigare e ricercare informazioni in modo efficiente. Tutti i gruppi con sede alla BRI utilizzano attivamente questa piattaforma. In particolare, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria vi ha pubblicato lo scorso anno i circa 200 commenti pervenuti in merito al suo secondo documento a fini di consultazione sul nuovo schema di regolamentazione del patrimonio. Attraverso i seminari organizzati da gruppi regionali di banche centrali la BRI ha istituito una vasta rete di esperti nella creazione di siti Internet per banche centrali, che hanno prestato la loro assistenza nell'inserire e gestire i links forniti dal sito Internet della BRI alla maggior parte delle banche centrali di tutto il mondo. I partecipanti hanno inoltre scambiato informazioni e discusso nuovi importanti sviluppi, come ad esempio la divulgazione su Internet delle statistiche prodotte dalle banche centrali. Infine, lo scorso anno la BRI ha predisposto un'infrastruttura Internet per consentire a quanti partecipano alle attività e agli eventi della BRI di accedere alle informazioni e di scambiarle in rete in modo sicuro e pratico.

Gruppo di esperti di informatica

Nel giugno 2001 la Nederlandsche Bank ha ospitato la 10^a Conferenza sull'automazione, nonché riunione primaverile, del Gruppo di esperti di informatica. La conferenza sull'automazione, che si tiene ogni tre anni, offre agli esperti di informatica l'opportunità di discutere in dettaglio importanti questioni connesse con l'attività delle banche centrali. Le presentazioni e i dibattiti della conferenza hanno riguardato quattro temi: la strategia informatica e il processo di formulazione di tale strategia; i problemi tecnici e culturali della gestione dell'informazione; la messa in funzione di infrastrutture e applicazioni che utilizzano la tecnologia Internet; la crescente complessità degli ambienti informatici delle banche centrali.

Lo scorso anno un'importante attività del Gruppo e del suo Working Party on Security Issues (WPSI) è stata l'analisi dell'impatto prodotto dagli eventi dell'11 settembre 2001 sulla pianificazione della continuità operativa delle banche centrali. Alla riunione di novembre del Gruppo ciascun partecipante ha presentato un rapporto speciale sulle conseguenze per le rispettive organizzazioni.

Le banche centrali fanno crescente uso di Internet e della sua tecnologia per interagire con il mondo esterno. Tuttavia, l'impiego di tale tecnologia comporta chiaramente rischi per la sicurezza delle informazioni. Il Gruppo di esperti e il WPSI hanno dato grande rilievo allo scambio di vedute sia sugli aspetti organizzativi sia sulla politica della sicurezza informatica, nonché alle molte misure tecniche di salvaguardia che possono essere utilizzate. Un

esempio in tal senso è l'esame da parte di un sottogruppo del WPSI della questione concernente la complessità delle infrastrutture di protezione basate su crittografia a chiave pubblica.

Central Bank Counterfeit Deterrence Group

Il Central Bank Counterfeit Deterrence Group (CBCDG) è stato incaricato dai Governatori delle banche centrali del G10 di analizzare i pericoli che potrebbe comportare per la moneta cartacea il crescente utilizzo dei computer nella contraffazione di banconote. Gli elementi di base della tecnologia intesa a impedire questo tipo di contraffazione sono stati sviluppati negli ultimi tre anni, e il CBCDG ha sollecitato l'assistenza e la collaborazione di produttori di hardware e software al fine di facilitare l'adozione di tale tecnologia. La BRI fornisce il proprio appoggio all'attività del CBCDG ospitando il suo Segretariato e svolgendo per esso le funzioni di agente in sede di accordi contrattuali.

4. Funzioni di Agente e Fiduciario

Fiduciario per i prestiti governativi internazionali

Nell'esercizio sotto rassegna la Banca ha continuato a svolgere le funzioni di Fiduciario per le obbligazioni di consolidamento 1990–2010 dei Prestiti Dawes e Young (per una descrizione dettagliata di tali funzioni si veda la 63^a Relazione annuale del giugno 1993). Con riferimento a queste obbligazioni di consolidamento, la Deutsche Bundesbank, in qualità di Agente di pagamento, ha notificato alla Banca che nel 2001 l'Amministrazione tedesca del debito federale (Bundesschuldenverwaltung – BSV) ha disposto il pagamento di un importo totale di circa DM 7,9 milioni ed €1,12 milioni a titolo di rimborso e di interessi. I valori di rimborso e altri dettagli sono stati pubblicati nella Gazzetta federale della BSV.

In merito all'applicazione della clausola di garanzia di cambio per il Prestito Young da parte della BSV, 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.

Funzioni di Depositario di garanzie

Ai sensi di diversi accordi, la BRI esercita le funzioni di Depositario per la detenzione e l'investimento dei valori costituiti in garanzia a beneficio dei detentori di determinate obbligazioni in valuta estera emesse da paesi nel quadro di accordi di ristrutturazione del debito esterno. I contratti di pegno attualmente in vigore riguardano le obbligazioni del Brasile (per una descrizione dettagliata si veda la 64^a Relazione annuale del giugno 1994), del Perù (67^a Relazione annuale del giugno 1997) e della Côte d'Ivoire (68^a Relazione annuale del giugno 1998).

5. Operazioni del Dipartimento Bancario

Al 31 marzo 2002 il totale di bilancio ammontava a 87 714 milioni di franchi oro¹, cifra che rappresenta un nuovo record per la fine di un esercizio, nonché un incremento del 15,3% rispetto al totale record di 76 054 milioni registrato un anno prima.

Il totale di bilancio della Banca, che già nell'estate scorsa superava nettamente i livelli del precedente esercizio, è salito a un nuovo record di 89 894 milioni di franchi oro il 25 settembre per effetto del forte afflusso di fondi seguito agli eventi dell'11 settembre 2001. Il calo intervenuto nelle settimane successive è stato ampiamente compensato da nuovi afflussi prima della fine dell'anno, cosicché il bilancio ha quasi eguagliato il livello senza precedenti raggiunto in settembre. Nel primo trimestre del 2002 è seguita una modesta contrazione, che peraltro è stata assai meno pronunciata rispetto ai precedenti esercizi finanziari.

Passivo

Al 31 marzo 2002 i depositi ricevuti in oro e in valute (escluse le operazioni pronti contro termine) ammontavano a 82 018 milioni di franchi oro, contro 70 117 milioni al termine dell'esercizio precedente. I depositi in oro si sono ridotti di 311 milioni di franchi oro, raggiungendo un importo di 2 531 milioni, equivalente al 3,1% del totale dei fondi ricevuti in prestito (contro il 4,1% di un anno prima). D'altra parte, i depositi in valute sono aumentati in corso d'esercizio di 12 212 milioni di franchi oro (escluse le operazioni pronti contro termine). Nell'insieme dell'anno il volume medio giornaliero dei depositi in valute ha superato del 16% quello dello scorso esercizio. Ciò rispecchia in certa misura i più elevati volumi di attività con la clientela asiatica, che ora opera in misura crescente attraverso la trading room aperta nell'ottobre 2000 presso la Rappresentanza della BRI a Hong Kong SAR.

L'espansione dei depositi in valute durante il trascorso esercizio va in gran parte attribuita all'aumento dei collocamenti in dollari USA, soprattutto in strumenti negoziabili della BRI, ma anche in depositi a scadenza fissa. Al 31 marzo 2002 la quota del dollaro USA sul totale dei fondi ricevuti in valute (comprese le operazioni pronti contro termine) era pari al 69,2%, contro il 66,9% dell'anno precedente. Nonostante un modesto incremento nel volume di collocamenti in euro, la quota di questa moneta sul totale dei fondi raccolti sulla stessa base è scesa dal 20,7 al 18,6% durante l'esercizio.

I depositi in valute delle banche centrali e di altre autorità monetarie sono saliti da 64 687 a 76 228 milioni di franchi oro, corrispondenti al 95,9% del totale delle risorse esterne in valuta (escludendo le operazioni pronti contro termine) a fine marzo 2002, di poco inferiore al 96,2% dello scorso esercizio. I fondi collocati da altri depositanti (prevalentemente istituzioni internazionali)

¹ Il franco oro cui si fa riferimento nel presente capitolo è pari a 0,29032258... grammi di oro fino, in conformità dell'Articolo 4 dello Statuto. Le attività e passività sono convertite in franchi oro in base al prezzo di \$USA 208 per oncia di oro fino (equivalente a 1 franco oro = \$USA 1,94149...).

sono ammontati a 3 258 milioni di franchi oro. Sebbene vi sia stata una costante tendenza della clientela della BRI ad allungare la scadenza media dei propri collocamenti e ad accettare un maggiore rischio di tasso di mercato in contropartita di rendimenti più elevati, nella seconda metà dell'esercizio finanziario si è osservata da parte di alcuni clienti una certa propensione ad accorciare la durata degli investimenti presso la BRI in previsione di un aumento dei tassi d'interesse mondiali.

Attivo

I fondi depositati presso la BRI vengono collocati sul mercato, per la maggior parte sotto forma di investimenti presso primarie banche commerciali di fama internazionale e di acquisti di titoli di Stato a breve termine. La Banca accorda inoltre crediti a breve termine alle banche centrali, solitamente assistiti da garanzia. L'esposizione creditoria, la trasformazione delle scadenze e il rischio di mercato connessi con le operazioni finanziarie della Banca a Basilea e a Hong Kong sono soggetti a rigoroso monitoraggio da parte di un'unità separata di controllo dei rischi che riferisce direttamente al Condirettore Generale. Viene posta particolare cura nell'assicurare che la liquidità sia in ogni momento sufficiente a soddisfare le esigenze di tesoreria della clientela sia previste che impreviste.

Gli investimenti in valuta ammontavano a 83 690 milioni di franchi oro al 31 marzo 2002, contro 71 636 milioni un anno prima. Il totale comprende 124 milioni di franchi oro sotto forma di anticipazioni alle banche centrali, rispetto ai 210 milioni dell'esercizio precedente. Le attività in oro della Banca sono calate durante lo stesso periodo da 3 521 a 3 210 milioni di franchi oro in seguito alla riduzione dei depositi in oro ricevuti.

Se si prescinde dalle disponibilità in oro pari a 192 tonnellate, i fondi propri della Banca sono investiti in larga parte in titoli liquidi, emessi dai governi dei principali paesi industriali, sebbene vi sia stata una certa diversificazione a favore di strumenti di credito e titoli di prim'ordine emessi da istituzioni internazionali.

La Banca fa anche uso di vari strumenti derivati al fine di gestire i fondi propri in modo più efficiente e di coprire i rischi sui depositi ricevuti (si veda la nota 10a) relativa ai Conti). Per la maggior parte si tratta di strumenti derivati di tipo tradizionale, in particolare futures e swaps su tassi d'interesse.

6. Utile netto e sua ripartizione

I conti relativi al 72° esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2002 presentano un utile netto di 225,7 milioni di franchi oro, a fronte di 271,7 milioni di franchi oro per l'esercizio precedente. Sono state registrate sostanziali perdite contabili nelle operazioni sui fondi ricevuti in prestito, in quanto le banche centrali clienti hanno continuato a gestire in modo dinamico i loro portafogli di strumenti BRI, in un contesto di tassi d'interesse calanti e, quindi, di incremento del valore di mercato dei loro crediti verso la Banca. In termini

economici, queste perdite sono state controbilanciate da guadagni non realizzati sulle attività e sulle operazioni fuori bilancio che rappresentano la contropartita dei fondi ricevuti in prestito. Tuttavia, in conformità degli attuali criteri contabili della Banca, questi guadagni non realizzati sono imputati al Conto profitti e perdite soltanto su base pro rata in funzione della scadenza delle attività in questione. Se si escludono questi fattori, i proventi netti a fronte delle operazioni sui fondi ricevuti in prestito sono stati di poco inferiori allo scorso esercizio, dato che l'aumento derivante dalla sostanziale crescita dei depositi della clientela è stato leggermente sopravanzato da una diminuzione dovuta ai più ristretti margini di intermediazione. Il reddito da interessi sui fondi propri della Banca ha registrato una lieve flessione, poiché il riscatto di azioni nel gennaio 2001 ha ridotto il volume di tali fondi. I più bassi tassi d'interesse hanno determinato plusvalenze realizzate nel portafoglio di investimento della Banca e un maggior contributo del fondo oscillazione titoli all'utile d'esercizio. Infine, il Consiglio di amministrazione ha deciso che, essendo sufficiente l'attuale livello dell'accantonamento a fronte di rischi bancari e altre contingenze, non era necessario effettuare alcun trasferimento a questo fondo.

Il risultato del presente esercizio è calcolato al netto delle spese di amministrazione, ammontate a 67,4 milioni di franchi oro compreso l'ammortamento, a fronte di 67,0 milioni di franchi oro dell'esercizio precedente, con un aumento inferiore all'1%. In termini di franchi svizzeri, moneta in cui è sostenuta la maggior parte delle spese della Banca, l'aumento dei costi di amministrazione è stato parimenti inferiore all'1%. All'interno di questa voce, gli ammortamenti sono cresciuti dell'8% in franchi svizzeri (e sempre dell'8% in franchi oro), in seguito agli ulteriori investimenti della Banca in tecnologie elettroniche e altre attrezzature.

In conformità dell'Articolo 51 dello Statuto, il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale di ripartire l'utile netto di 225,7 milioni di franchi oro nel modo seguente:

- (i) un importo di 52,6 milioni di franchi oro per il pagamento di un dividendo di 380 franchi svizzeri per azione. Va notato che il dividendo sarà pagato su 452 073 azioni. Il numero delle azioni emesse e liberate prima del riscatto è di 529 125. Di queste, 77 052 rappresentano azioni proprie detenute in portafoglio, comprendenti 74 952 titoli riscattati da ex azionisti privati e banche centrali e 2 100 altre azioni. Nessun dividendo viene corrisposto sulle azioni proprie;
- (ii) un importo di 26,9 milioni di franchi oro al Fondo di riserva generale;
- (iii) un importo di 3,0 milioni di franchi oro al Fondo speciale di riserva per i dividendi;
- (iv) un importo di 143,2 milioni di franchi oro, che rappresenta il residuo dell'utile netto disponibile, al Fondo di riserva libero. Questo fondo può essere utilizzato dal Consiglio di amministrazione per qualsiasi scopo che sia conforme allo Statuto.

Il Consiglio di amministrazione ha proposto che il dividendo sopraindicato sia pagato il 15 luglio 2002 agli azionisti iscritti nei registri della Banca alla data del 31 marzo 2002.

I conti della Banca sono stati debitamente certificati dai Revisori PricewaterhouseCoopers AG, i quali hanno confermato che la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, unitamente alle Note relative ai Conti, forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca al 31 marzo 2002, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a quella data. La relazione dei Revisori è riportata in calce al Bilancio.

7. Capitale sociale della BRI

Ritiro di azioni detenute da privati

In seguito alla decisione presa dall'Assemblea generale straordinaria della Banca tenuta l'8 gennaio 2001 di ritirare tutte le azioni della BRI detenute da privati (descritta in dettaglio nella 71ª Relazione annuale del giugno 2001 alle pagine 187-189), a fine aprile 2002 era stata corrisposta un'indennità di 16 000 franchi svizzeri per azione su oltre il 99% delle azioni in questione. La Banca sta tuttora cercando di mettersi in contatto con i restanti ex azionisti privati che non hanno ad oggi fatto valere il diritto a tale indennità.

Alcuni ex azionisti privati contestano le condizioni del riscatto, in particolare l'importo dell'indennità pagata per le loro azioni. La Banca ha richiesto che tutte le controversie siano deferite al Tribunale arbitrale previsto dall'Accordo dell'Aia, dinanzi al quale sono attualmente in corso i procedimenti. Ai sensi dell'Articolo 54 dello Statuto della Banca, questo Tribunale arbitrale ha la giurisdizione esclusiva in merito a controversie tra la Banca e gli ex azionisti privati derivanti dal riscatto delle azioni. Le cause intentate presso i tribunali nazionali negli Stati Uniti da ex azionisti privati sono state ruscate o sono pendenti dinanzi al Tribunale arbitrale, e la Banca ricerca attualmente un'analogo soluzione per un ricorso presentato da ex azionisti privati davanti a un tribunale nazionale in Francia.

Divisione dell'emissione iugoslava del capitale della Banca

In seguito all'accordo raggiunto con i cinque Stati succeduti all'ex Repubblica federale socialista di Jugoslavia e con le loro rispettive banche centrali, è stato deciso, nell'Assemblea generale straordinaria della Banca tenuta l'11 giugno 2001, di cancellare l'originaria emissione iugoslava del capitale della BRI e di emettere un numero equivalente di nuove azioni, da suddividersi tra la Banca Centrale di Bosnia Erzegovina, la Banca Nazionale Croata, la Banca Nazionale della Repubblica di Macedonia, la Banca di Slovenia e la Banca Nazionale di Jugoslavia. Nel contempo è stato deciso di cancellare le azioni che erano state emesse in via provvisoria nel 1997 a favore di quattro di tali banche centrali (si veda la 68ª Relazione annuale del giugno 1998 alla pagina 205). In conseguenza di tali operazioni, il capitale emesso della Banca si è ridotto da 529 165 a 529 125 azioni.

8. Cambiamenti nel Consiglio di amministrazione

Il 28 febbraio 2002 è giunto a termine il mandato di Urban Bäckström, Governatore della Sveriges Riksbank, in qualità di Presidente del Consiglio di amministrazione e Presidente della Banca. Nella seduta del gennaio 2002 il Consiglio ha eletto Nout H. E. M. Wellink, Presidente della Nederlandsche Bank, alle cariche di Presidente del Consiglio e Presidente della Banca per un periodo di tre anni con decorrenza dal 1° marzo 2002.

Nel marzo 2002 Sir Edward George, Governatore della Banca d'Inghilterra, ha rinnovato il mandato di Lord Kingsdown in qualità di membro del Consiglio di amministrazione per un ulteriore periodo di tre anni, che si concluderà il 6 maggio 2005. Nella stessa riunione il Consiglio ha rieletto Lord Kingsdown alla carica di Vice Presidente del Consiglio fino alla scadenza del suo nuovo mandato, il 6 maggio 2005, e Urban Bäckström quale membro del Consiglio per un altro triennio che avrà termine il 31 marzo 2005.

Vi sono stati due cambiamenti fra i primi Sostituti dei Consiglieri di diritto. Jean-Claude Trichet, Governatore della Banca di Francia, ha nominato Marc-Olivier Strauss-Kahn quale successore di Jean-Pierre Patat dal dicembre 2001, e Sir Edward George ha designato Paul Tucker quale successore di Ian Plenderleith dal giugno 2002.

Durante l'esercizio finanziario 2001/02 non vi sono stati cambiamenti nella Direzione della Banca.

Nella riunione del gennaio 2002 il Consiglio di amministrazione ha ricordato con profondo cordoglio la scomparsa di Jelle Zijlstra, deceduto il 23 dicembre 2001 all'età di 83 anni. Zijlstra era stato membro del Consiglio dal luglio 1967 al dicembre 1981 e aveva guidato la BRI durante tale periodo in veste di Presidente della Banca e Presidente del Consiglio.

La Banca è stata parimenti attristata dalla notizia della scomparsa di due ex membri dell'alta direzione. Maurice Toussaint, che aveva iniziato la sua attività presso la Banca nel 1971 e aveva ricoperto la carica di Direttore del Dipartimento Bancario fino al suo collocamento a riposo nel 1986, è scomparso il 5 giugno 2001 all'età di 80 anni. Antonio d'Aroma è deceduto il 5 giugno 2002 all'età di 90 anni. Egli era entrato a far parte della BRI in qualità di Segretario Generale nel 1962 ed era stato nominato Condirettore Generale il 1° gennaio 1975. Nel settembre 1978 aveva lasciato la Banca per raggiunti limiti di età.

Situazione patrimoniale e Conto profitti e perdite

al 31 marzo 2002

Situazione patrimoniale al 31 marzo 2002

(in milioni di franchi oro – si veda la Nota 2a) relativa ai Conti)

2001	Attivo	2002
	Oro	
2 195,3	Detenuto in barre	1 910,3
<u>1 325,8</u>	Depositi vincolati e anticipazioni	<u>1 299,6</u>
3 521,1		3 209,9
20,3	Cassa in contanti e conti a vista presso banche	3 292,3
4 597,8	Buoni del Tesoro	9 588,1
	Depositi vincolati e anticipazioni in valute	
27 894,8	Fino a 3 mesi	28 435,1
<u>16 901,6</u>	Oltre 3 mesi	<u>17 102,9</u>
44 796,4		45 538,0
3 882,0	Titoli acquistati pronti contro termine	
	Fino a 3 mesi	1 660,7
	Titoli di Stato e altri titoli	
4 490,3	Fino a 3 mesi	3 753,3
<u>13 849,2</u>	Oltre 3 mesi	<u>19 857,6</u>
18 339,5		23 610,9
113,2	Terreno, immobili e arredi	115,4
783,7	Partite varie	699,1
<u>76 054,0</u>		<u>87 714,4</u>

Dopo la
ripartizione dell'utile
netto d'esercizio

Prima della
ripartizione dell'utile
netto d'esercizio

2001	Passivo	2002	
330,7	Capitale	330,7	330,7
3 134,7	Riserve	3 134,7	3 307,8
(384,0)	Azioni proprie	(384,0)	(384,0)
56,0	Rettifiche di valore	25,5	25,5
	Depositi (in oro)		
2 178,1	A vista	1 909,8	1 909,8
282,5	Fino a 3 mesi	266,4	266,4
381,7	Oltre 3 mesi	355,2	355,2
2 842,3		2 531,4	2 531,4
	Depositi (in valute)		
2 690,5	A vista	2 510,3	2 510,3
28 204,1	Fino a 3 mesi	36 369,5	36 369,5
36 380,2	Oltre 3 mesi	40 606,6	40 606,6
67 274,8		79 486,4	79 486,4
	Titoli ceduti pronti contro termine		
990,6	Fino a 3 mesi	660,0	660,0
1 760,3	Partite varie	1 704,0	1 704,0
	Conto profitti e perdite	225,7	
48,6	Dividendo		52,6
76 054,0		87 714,4	87 714,4

Conto profitti e perdite

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2002
(in milioni di franchi oro)

	2001	2002
Interessi e sconti attivi e altri proventi di gestione	5 532,0	6 049,2
Meno: interessi e sconti passivi	5 193,3	5 756,1
Interessi netti e altri proventi di gestione	338,7	293,1
Meno: spese di amministrazione		
Consiglio di amministrazione	1,1	0,9
Direzione e personale	39,3	39,0
Funzionamento degli uffici e altre spese	18,5	18,7
Spese di amministrazione esclusi gli ammortamenti	58,9	58,6
Ammortamenti	8,1	8,8
	67,0	67,4
Utile netto dell'esercizio finanziario	271,7	225,7
<p>Il Consiglio di amministrazione raccomanda all'Assemblea generale che l'utile netto dell'esercizio chiuso il 31 marzo 2002 sia ripartito, ai sensi dell'Articolo 51 dello Statuto, nel modo seguente:</p>		
Dividendo: 380 franchi svizzeri per azione su 452 073 azioni		52,6
360 franchi svizzeri per azione su 452 113 azioni	48,6	
	48,6	52,6
	223,1	173,1
Trasferimento al Fondo di riserva generale	44,6	26,9
	178,5	146,2
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi	3,0	3,0
	175,5	143,2
Trasferimento al Fondo di riserva libero	175,5	143,2
	-	-

Variazioni del capitale e delle riserve della Banca

nel corso dell'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2002
(in milioni di franchi oro)

I. Capitale

	Numero di azioni	Franchi oro (milioni)
Azioni di 2 500 franchi oro, versate per il 25%:		
Situazione al 31 marzo 2001 come da bilancio	529 165	330,7
Situazione al 31 marzo 2002 come da bilancio	529 125	330,7

Ulteriori informazioni sono contenute nella Nota 7 relativa ai Conti.

II. Evoluzione dei fondi di riserva

	Fondo di riserva legale	Fondo di riserva generale	Fondo speciale di riserva per i dividendi	Fondo di riserva libero	Totale dei fondi di riserva
Situazione al 31 marzo 2001 dopo la ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 2000/01	33,1	1 303,7	71,5	1 726,4	3 134,7
Più: ripartizione dell'utile netto relativo all'esercizio finanziario 2001/02	–	26,9	3,0	143,2	173,1
Situazione al 31 marzo 2002 come da bilancio	33,1	1 330,6	74,5	1 869,6	3 307,8

III. Il capitale e i fondi di riserva al 31 marzo 2002 (dopo la ripartizione) erano rappresentati da:

	Capitale	Fondi di riserva	Totale capitale e riserve
Attività nette in			
Oro	330,7	330,7	661,4
Valute	–	2 977,1	2 977,1
Situazione al 31 marzo 2002 come da bilancio	330,7	3 307,8	3 638,5

Note relative ai Conti

per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2002
(in milioni di franchi oro)

1. Introduzione

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) è un'istituzione finanziaria internazionale costituita in applicazione dell'Accordo dell'Aia del 20 gennaio 1930. La Banca ha sede in Basilea, Svizzera. Gli scopi della BRI, secondo quanto disposto nell'Articolo 3 del suo Statuto, sono quelli di promuovere la cooperazione tra le banche centrali, fornire facilitazioni aggiuntive per le operazioni finanziarie internazionali e operare come fiduciario (trustee) o come agente in regolamenti finanziari internazionali. Attualmente cinquanta banche centrali sono membri della Banca ed esercitano i diritti di rappresentanza e di voto alle Assemblee generali in proporzione al numero di azioni della BRI emesse nei rispettivi paesi. Il Consiglio di amministrazione della Banca è costituito dai Governatori delle banche centrali di Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti d'America, Svezia e Svizzera, nonché dai consiglieri nominati da sei di questi paesi.

I conti per l'esercizio finanziario 2001/02 sono presentati in una veste approvata dal Consiglio di amministrazione in conformità dell'Articolo 49 dello Statuto della Banca.

2. Criteri contabili rilevanti

a) *Unità di conto e conversione valutaria*

L'unità di conto della Banca è il franco oro, che è pari a \$USA 1,94149... . L'Articolo 4 dello Statuto della Banca definisce il franco oro (abbreviato in FO) come equivalente a 0,29032258... grammi di oro fino. Le posizioni che rappresentano attività in oro sono convertite in franchi oro sulla base del peso di fino. Le posizioni denominate in dollari USA sono convertite in franchi oro in base al prezzo di \$USA 208 per oncia di oro fino (questo prezzo è stato stabilito dal Consiglio di amministrazione della Banca nel 1979 e determina un fattore di conversione di FO 1 = \$USA 1,94149...). Le posizioni denominate in altre valute sono convertite in dollari USA ai tassi di cambio a pronti di mercato alla data di chiusura dei conti, e quindi convertite in franchi oro sulla base della predetta equivalenza.

Le differenze di cambio derivanti dalla conversione di attività e passività in valuta denominate in monete diverse dal dollaro USA sono portate al conto Rettifiche di valore.

Il saldo netto delle differenze di cambio risultanti dalla conversione di contratti a termine e swaps valutari è incluso nelle Partite varie dell'attivo o del passivo.

b) Base di valutazione e determinazione dell'utile

Se non indicato altrimenti, i conti della Banca sono tenuti ai valori storici, e i costi e ricavi sono registrati su una base di competenza. Gli utili e le perdite sono determinati mensilmente, convertiti in dollari USA al tasso di cambio a pronti di mercato alla fine di ciascun mese e convertiti in franchi oro come dianzi descritto; gli utili mensili così calcolati determinano cumulativamente il risultato dell'esercizio.

Gli utili e le perdite derivanti dalla vendita di titoli del portafoglio di investimento sono iscritti nel fondo oscillazione titoli, che è incluso nelle Partite varie del passivo. I saldi a credito accumulati in questo fondo sono ammortizzati nel Conto profitti e perdite su un periodo di tempo corrispondente alla vita residua media del portafoglio di investimento della Banca; un eventuale saldo a debito a fine esercizio sarebbe imputato immediatamente al Conto profitti e perdite.

c) Oro

Le attività e passività in oro sono valutate in base al peso di fino.

d) Buoni del Tesoro; Titoli di Stato e altri titoli

I Buoni del Tesoro e i Titoli di Stato e altri titoli sono iscritti al valore di acquisto, più gli eventuali interessi maturati, corretto per l'ammortamento del premio o sconto sul periodo di vita residua; gli interessi e sconti attivi comprendono tali quote di ammortamento.

e) Depositi vincolati e anticipazioni in valute

I depositi vincolati e le anticipazioni sono iscritti al valore nominale più gli interessi maturati.

f) Titoli acquistati pronti contro termine

I titoli acquistati mediante operazioni pronti contro termine sono iscritti in base all'ammontare corrisposto alla controparte più gli interessi maturati.

g) Terreno, immobili e arredi

Il costo del terreno, degli immobili e degli arredi della Banca viene capitalizzato. Esso è ammortizzato a quote costanti sul periodo stimato di vita utile delle attività soggette ad ammortamento, nel modo seguente:

terreno – non ammortizzato
immobili – 50 anni
impianti e macchinari – 15 anni
attrezzature informatiche – 4 anni
altre attrezzature – da 4 a 10 anni.

h) Rettifiche di valore

Il conto Rettifiche di valore accoglie le differenze di cambio descritte al precedente punto a); tali variazioni di valutazione si riferiscono

essenzialmente alla quota dei fondi propri della Banca detenuta in valute diverse dal dollaro USA.

i) Depositi

I depositi costituiscono attività scritturali nei confronti della Banca e sono iscritti al valore nominale più gli interessi maturati. Alcune di tali attività sono emesse a sconto rispetto al valore pagabile alla scadenza del deposito; in questi casi il trattamento contabile è analogo a quello applicato ai titoli a scadenza determinata detenuti dalla Banca (si veda il punto d) precedente).

j) Titoli ceduti pronti contro termine

I titoli ceduti mediante operazioni pronti contro termine sono iscritti in base all'ammontare ricevuto dalla controparte più gli interessi maturati.

k) Accantonamento per rischi bancari e altre contingenze

Ogni anno il Consiglio di amministrazione verifica il livello di tale accantonamento, provvede a incrementarlo, se necessario, e ne stabilisce l'utilizzo. L'accantonamento è incorporato nelle Partite varie del passivo.

3. Disponibilità in oro

La tabella seguente mostra la composizione delle disponibilità complessive in oro della Banca:

Attivo	2001	2002
Oro in barre presso banche centrali	2 195,3	1 910,3
Depositi in oro a termine:		
Fino a 3 mesi	372,0	328,4
Oltre 3 mesi	953,8	971,2
	<u>3 521,1</u>	<u>3 209,9</u>

Le disponibilità proprie in oro della Banca ammontavano al 31 marzo 2002 a FO 661,4 milioni, equivalenti a 192 tonnellate di oro fino (2001: FO 661,7 milioni; 192 tonnellate).

4. Buoni del Tesoro

Le disponibilità della Banca erano le seguenti:

	2001	2002
Valore contabile	<u>4 597,8</u>	<u>9 588,1</u>

Il valore di mercato dei Buoni del Tesoro al 31 marzo 2002 era di FO 9 587,0 milioni (2001: FO 4 601,1 milioni).

5. Titoli di Stato e altri titoli

Le disponibilità della Banca erano le seguenti:

	2001	2002
Valore contabile	18 339,5	23 610,9

Il valore di mercato dei Titoli di Stato e altri titoli al 31 marzo 2002 era di FO 23 649,6 milioni (2001: FO 18 558,4 milioni).

6. Terreno, immobili e arredi

	Terreno e immobili	Attrezzature informatiche e altre	Totale
Costo:			
Saldo iniziale al 1° aprile 2001	125,8	31,9	157,7
Spesa in conto capitale		8,0	8,0
Variazioni di cambio	3,3	0,9	4,2
Costo al 31 marzo 2002	129,1	40,8	169,9
Ammortamenti:			
Ammortamento cumulativo al 1° aprile 2001	29,5	15,0	44,5
Quota di ammortamento per l'esercizio corrente	2,3	6,5	8,8
Variazioni di cambio	0,8	0,4	1,2
Ammortamento cumulativo al 31 marzo 2002	32,6	21,9	54,5
Valore contabile netto al 31 marzo 2002	96,5	18,9	115,4

Il costo del terreno della Banca al 31 marzo 2002 era di FO 23,5 milioni (2001: FO 22,9 milioni).

7. Capitale

Il capitale della Banca è composto da:

	2001	2002
Capitale autorizzato: 600 000 azioni, di 2 500 franchi oro ciascuna	1 500,0	1 500,0
Capitale emesso: 529 125 azioni (2001: 529 165)	1 322,9	1 322,8
liberate per il 25%	330,7	330,7

- a) L'Assemblea generale straordinaria dell'8 gennaio 2001 ha emendato lo Statuto della Banca in modo da limitare alle sole banche centrali il diritto di detenere azioni della BRI, procedendo così al riscatto obbligatorio di 72 648 azioni delle emissioni americana, belga e francese detenute da azionisti privati (ossia, non banche centrali) dietro pagamento di un'indennità di 16 000 franchi svizzeri per azione. Per quanto riguarda le azioni di queste emissioni detenute da banche centrali diverse da quelle dei tre paesi di emissione, la Banca ha riscattato allo stesso prezzo 2 304 azioni; il riscatto di 500 di tali azioni è stato completato dopo il 31 marzo 2001. Il Consiglio redistribuirà a tempo debito queste azioni alle banche centrali azioniste della BRI secondo modalità che riterrà appropriate. I diritti di voto abbinati a tali azioni restano immutati; essi continuano a essere esercitabili rispettivamente dalle banche centrali americana, belga e francese.
- b) Il costo complessivo del riscatto delle 74 952 azioni suddette, che ammonta a FO 384,0 milioni, figura con segno negativo alla voce "Azioni proprie" nel passivo della Situazione patrimoniale della Banca.
- c) Durante l'esercizio finanziario 2001/02 sono state annullate 40 azioni. Esse rappresentavano le 10 azioni che erano state emesse in via temporanea a favore rispettivamente della Banca Centrale di Bosnia Erzegovina, della Banca Nazionale Croata, della Banca Nazionale della Repubblica di Macedonia e della Banca di Slovenia.
- d) Il numero delle azioni in essere aventi diritto al pagamento del dividendo per l'esercizio 2001/02 è il seguente:

Capitale emesso al 31 marzo 2002	529 125
Meno: azioni proprie	
Da azionisti privati e banche centrali	74 952
Altre	2 100
Totale azioni in essere aventi diritto al dividendo	<u>452 073</u>

8. Riserve

Le riserve della Banca sono composte da:

	2001	2002
Fondo di riserva legale	33,1	33,1
Fondo di riserva generale	1 303,7	1 330,6
Fondo speciale di riserva per i dividendi	71,5	74,5
Fondo di riserva libero	<u>1 726,4</u>	<u>1 869,6</u>
	<u>3 134,7</u>	<u>3 307,8</u>

Le attribuzioni annue ai vari fondi di riserva sono regolate dall'Articolo 51 dello Statuto della Banca. Gli importi trasferiti sono indicati anche nella tabella II relativa all' "Evoluzione dei fondi di riserva".

9. Depositi

I depositi in oro collocati presso la Banca provengono interamente da banche centrali. La composizione per scadenza dei depositi in valute collocati presso la Banca era la seguente:

	2001	2002
Banche centrali		
A vista	2 293,7	2 214,2
Fino a 3 mesi	27 176,4	34 372,8
Oltre 3 mesi	35 216,9	39 641,0
Altri depositanti		
A vista	396,8	296,1
Fino a 3 mesi	1 027,7	1 996,7
Oltre 3 mesi	1 163,3	965,6
	<u>67 274,8</u>	<u>79 486,4</u>

10. Posizioni fuori bilancio

a) Strumenti derivati

Nel normale corso della sua attività la Banca è controparte in transazioni finanziarie fuori bilancio, comprendenti contratti in cambi a termine, swaps di valute e di tasso d'interesse, forward rate agreements, futures e opzioni. Questi strumenti sono impiegati a copertura di esposizioni di tasso d'interesse e di cambio della Banca dal lato dell'attivo e del passivo. La Banca applica alle posizioni fuori bilancio gli stessi criteri di valutazione del rischio di credito adottati per tutte le altre forme di investimento.

Ammontare di capitale nozionale

	2001	2002
Contratti in cambi:		
Riporti e contratti a termine in cambi	11 542,4	4 704,2
Swaps di valute	1 776,1	5 438,0
Opzioni	–	207,9
Contratti di tasso d'interesse:		
Swaps di tasso d'interesse	41 012,6	69 767,5
Forward rate agreements e futures	21 864,3	29 837,1

L'ammontare di capitale nozionale o negoziato dei vari strumenti derivati riflette la misura in cui la Banca opera sui rispettivi mercati, ma non fornisce alcuna indicazione del rischio di credito o di mercato cui è esposta la Banca stessa. Il costo di sostituzione lordo di tutti i contratti con valore intrinseco positivo ai prezzi correnti di mercato al 31 marzo 2002 ammontava a FO 1 601,3 milioni (2001: FO 1 476,1 milioni).

b) Operazioni fiduciarie

Le operazioni fiduciarie non compaiono in bilancio, poiché esse sono effettuate per conto e a rischio della clientela della Banca, sebbene a nome proprio.

	2001	2002
Valore nominale dei titoli detenuti in custodia	8 400,5	8 140,4
Oro detenuto in custodia	700,3	587,3

c) Sistema pensionistico e Piano di risparmio del personale

La Banca gestisce un Sistema pensionistico e un Piano di risparmio. Questi due fondi sono assimilabili a fondi fiduciari e non hanno personalità giuridica propria. Le loro attività sono amministrare dalla Banca nel solo interesse di dipendenti ed ex dipendenti che partecipano ai due sistemi. Tutte le erogazioni effettuate nell'ambito di questi sistemi sono addebitate al rispettivo fondo.

La Banca si impegna a mantenere un coefficiente minimo di copertura del 105% per entrambi i fondi ed è responsabile in ultima istanza di tutte le prestazioni esigibili nel quadro del Sistema pensionistico e del Piano di risparmio. La quota delle contribuzioni a carico della Banca per il servizio corrente viene inclusa ogni mese nei costi di amministrazione.

Al 31 marzo 2002 il valore di mercato delle attività nette del Fondo pensione era di FO 257,1 milioni (2001: FO 256,3 milioni), pari a un coefficiente di copertura del 108% (2001: 117%) basato sul più recente valore attuariale annuo delle obbligazioni del fondo al 30 settembre 2001. Il valore di mercato delle attività nette del Fondo di risparmio era di FO 24,6 milioni al 31 marzo 2002 (2001: FO 23,8 milioni), corrispondenti a un coefficiente di copertura del 106% (2001: 102%) rispetto alle passività del Piano di risparmio a tale data. I più recenti rendiconti annuali del Fondo pensione e del Fondo di risparmio si riferiscono all'esercizio terminato il 30 settembre 2001.

11. Passività eventuali

Alcuni ex azionisti privati hanno espresso la loro insoddisfazione per l'importo dell'indennità che è loro versata dalla Banca in connessione con il riscatto obbligatorio delle azioni non detenute da banche centrali. Sono attualmente pendenti azioni legali presso il Tribunale arbitrale dell'Aia ed è stato avviato un procedimento dinanzi al Tribunal de Commerce di Parigi. La Banca ha dichiarato che, qualora il Tribunale arbitrale decidesse un aumento dell'indennità, l'importo maggiorato si applicherebbe a tutte le azioni riscattate.

Relazione dei Revisori dei conti

Relazione dei Revisori dei conti
al Consiglio di amministrazione e all'Assemblea generale
della Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea

Abbiamo verificato la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, ivi comprese le relative note, della Banca dei Regolamenti Internazionali. La Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite sono stati predisposti dalla Direzione della Banca in conformità dello Statuto e dei principi di valutazione descritti nei Criteri contabili rilevanti delle note esplicative. Il nostro mandato, ai sensi dello Statuto della Banca, è quello di formulare un giudizio indipendente sulla Situazione patrimoniale e sul Conto profitti e perdite sulla base della nostra revisione e di riferire tale giudizio al Consiglio e all'Assemblea generale.

La nostra revisione ha compreso l'esame a campione dei riscontri documentali degli importi indicati nella Situazione patrimoniale e nel Conto profitti e perdite e nelle relative note. Abbiamo ricevuto tutte le informazioni e le spiegazioni da noi richieste al fine di accertare che la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite sono esenti da errori sostanziali, e riteniamo che la revisione da noi compiuta fornisca una base adeguata per il nostro giudizio.

A nostro giudizio, la Situazione patrimoniale e il Conto profitti e perdite, comprese le relative note, sono stati redatti in modo appropriato e forniscono un quadro veritiero e corretto della situazione finanziaria della Banca dei Regolamenti Internazionali al 31 marzo 2002, nonché dei risultati delle sue operazioni nell'esercizio chiuso a tale data, e sono pertanto conformi allo Statuto della Banca.

PricewaterhouseCoopers AG

Ralph R. Reinertsen

Anthony W. Travis

Basilea, 13 maggio 2002

Sommario della Situazione patrimoniale negli ultimi cinque esercizi

(in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1998	1999	2000	2001	2002
Oro					
<i>Detenuto in barre</i>	3 037,1	2 801,5	2 265,4	2 195,3	1 910,3
<i>Depositi vincolati e anticipazioni</i>	1 122,4	1 077,2	1 240,4	1 325,8	1 299,6
	4 159,5	3 878,7	3 505,8	3 521,1	3 209,9
Cassa in contanti e conti a vista presso banche	7,8	8,3	11,4	20,3	3 292,3
Buoni del Tesoro	1 863,9	7 314,0	7 853,9	4 597,8	9 588,1
Depositi vincolati e anticipazioni in valute	34 862,2	32 423,0	41 853,9	44 796,4	45 538,0
Titoli acquistati pronti contro termine	2 781,0	276,0	1 268,1	3 882,0	1 660,7
Titoli di Stato e altri titoli	18 517,1	22 167,9	20 139,9	18 339,5	23 610,9
Terreno, immobili e arredi	–	124,7	120,7	113,2	115,4
Partite varie dell'attivo	258,7	44,5	82,0	783,7	699,1
Totale attivo	62 450,2	66 237,1	74 835,7	76 054,0	87 714,4
Capitale versato	323,2	323,2	330,7	330,7	330,7
Riserve (dopo la ripartizione dell'utile netto d'esercizio)					
<i>Fondo di riserva legale</i>	32,3	32,3	33,1	33,1	33,1
<i>Fondo di riserva generale</i>	1 016,3	1 156,4	1 259,1	1 303,7	1 330,6
<i>Fondo speciale di riserva per i dividendi</i>	62,5	65,5	68,5	71,5	74,5
<i>Fondo di riserva libero</i>	1 157,4	1 351,4	1 550,9	1 726,4	1 869,6
	2 268,5	2 605,6	2 911,6	3 134,7	3 307,8
Azioni proprie	–	–	–	(384,0)	(384,0)
Rettifiche di valore	247,2	265,4	191,9	56,0	25,5
Depositi					
<i>Oro</i>	3 473,7	3 192,6	2 820,2	2 842,3	2 531,4
<i>Valute</i>	54 023,6	57 705,8	65 903,7	67 274,8	79 486,4
	57 497,3	60 898,4	68 723,9	70 117,1	82 017,8
Titoli ceduti pronti contro termine	30,7	121,5	103,0	990,6	660,0
Schema pensionistico del personale	257,0	–	–	–	–
Partite varie del passivo	1 773,7	1 965,6	2 519,9	1 760,3	1 704,0
Dividendo	52,6	57,4	54,7	48,6	52,6
Totale passivo	62 450,2	66 237,1	74 835,7	76 054,0	87 714,4

Sommario del Conto profitti e perdite negli ultimi cinque esercizi

(in milioni di franchi oro)

Esercizio finanziario chiuso il 31 marzo	1998	1999	2000	2001	2002
Interessi netti e altri proventi di gestione	314,9	370,4	376,6	338,7	293,1
Meno: spese di amministrazione					
<i>Consiglio di amministrazione</i>	1,3	1,3	1,2	1,1	0,9
<i>Direzione e personale</i>	39,4	40,9	40,6	39,3	39,0
<i>Funzionamento degli uffici e altre spese</i>	15,0	18,6	19,4	18,5	18,7
Spese di amministrazione esclusi gli ammortamenti	55,7	60,8	61,2	58,9	58,6
<i>Ammortamenti</i>	-	6,0	7,6	8,1	8,8
	55,7	66,8	68,8	67,0	67,4
Utile netto dell'esercizio finanziario	259,2	303,6	307,8	271,7	225,7
Dividendo	52,6	57,4	54,7	48,6	52,6
	206,6	246,2	253,1	223,1	173,1
Trasferimento al Fondo di riserva generale	41,3	49,2	50,6	44,6	26,9
	165,3	197,0	202,5	178,5	146,2
Trasferimento al Fondo speciale di riserva per i dividendi	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
	162,3	194,0	199,5	175,5	143,2
Trasferimento al Fondo di riserva libero	162,3	194,0	199,5	175,5	143,2
	-	-	-	-	-

Consiglio di amministrazione

Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam
Presidente del Consiglio di amministrazione,
Presidente della Banca

Lord Kingsdown, Londra
Vice Presidente del Consiglio di amministrazione

Urban Bäckström, Stoccolma
Vincenzo Desario, Roma
David Dodge, Ottawa
Antonio Fazio, Roma
Sir Edward George, Londra
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Parigi
Masaru Hayami, Tokyo
William J. McDonough, New York
Guy Quaden, Bruxelles
Jean-Pierre Roth, Zurigo
Hans Tietmeyer, Francoforte sul Meno
Jean-Claude Trichet, Parigi
Alfons Vicomte Verplaetse, Bruxelles
Ernst Welteke, Francoforte sul Meno

Sostituti

Bruno Bianchi o Stefano Lo Faso, Roma
Roger W. Ferguson o Karen H. Johnson, Washington
Peter Praet o Jan Smets, Bruxelles
Jürgen Stark o Stefan Schönberg, Francoforte sul Meno
Marc-Olivier Strauss-Kahn o Michel Cardona, Parigi
Paul Tucker o Paul Fisher, Londra

Sottocomitati del Consiglio di amministrazione

Comitato consultivo
Comitato di revisione

entrambi presieduti da Lord Kingsdown

Dirigenti della Banca

Andrew Crockett	Direttore Generale
André Icard	Condirettore Generale
Gunter D. Baer	Segretario Generale, Capo di Dipartimento
William R. White	Consigliere Economico, Capo del Dipartimento Monetario ed Economico
Robert D. Sleeper	Capo del Dipartimento Bancario
Renato Filosa	Direttore, Dipartimento Monetario ed Economico
Mario Giovanoli	Consigliere Giuridico, Direttore
Günter Pleines	Vice Capo del Dipartimento Bancario
Peter Dittus	Vice Segretario Generale
Josef Tošovský	Presidente, Istituto per la stabilità finanziaria

Banche centrali membri della BRI

Saudi Arabian Monetary Agency	Latvijas Banka (Lettonia)
Banco Central de la República Argentina	Lietuvos Bankas (Lituania)
Reserve Bank of Australia	Bank Negara Malaysia
Oesterreichische Nationalbank	Banco de México
Banque Nationale de Belgique/ Nationale Bank van België	Norges Bank (Norvegia)
Centralna Banka Bosne i Hercegovine	De Nederlandsche Bank
Banco Central do Brasil	Narodowy Bank Polski (Polonia)
Bulgarian National Bank	Banco de Portugal
Bank of Canada/Banque du Canada	Bank of England
The People's Bank of China	Ceská národní banka (Repubblica ceca)
The Bank of Korea	Narodna Banka na Republika Makedonija
Hrvatska narodna banka (Croazia)	Národná Banka Slovenska (Slovacchia)
Danmarks Nationalbank	Banca Națională a României
Eesti Pank (Estonia)	Central Bank of the Russian Federation
Suomen Pankki/Finlands Bank	Monetary Authority of Singapore
Banque de France	Banka Slovenije (Slovenia)
Deutsche Bundesbank	Banco de España
Bank of Japan	Board of Governors of the Federal Reserve System
Bank of Greece	South African Reserve Bank
Hong Kong Monetary Authority	Sveriges Riksbank
Reserve Bank of India	Banca Nazionale Svizzera
Central Bank of Ireland	Bank of Thailand
Seðlabanki Islands (Islanda)	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Banca d'Italia	Magyar Nemzeti Bank (Ungheria)
Narodna Banka Jugoslavije	Banca centrale europea

