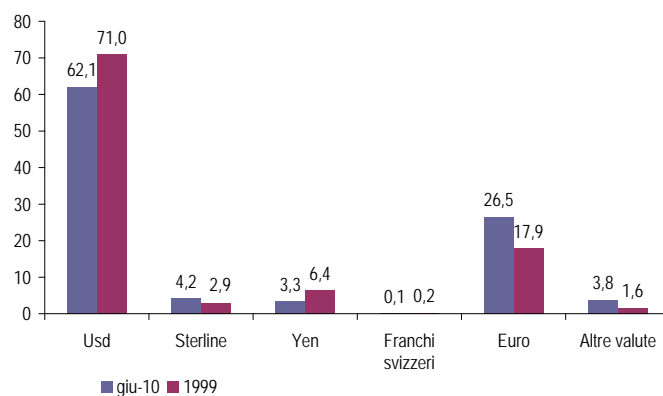


La composizione delle riserve in valuta mondiali

(valori percentuali, cambi correnti)



Fonte: Fondo monetario internazionale.

Una crescente mobilità dei consumatori sta rendendo molti **mercati più concorrenziali ed efficienti**. Si tratta di un processo lungi dall'essere completato ma i cui progressi cominciano ad essere evidenti, seppure con forti differenziazioni tra un mercato e l'altro. Se nel caso del mercato assicurativo la frequenza dei passaggi da una compagnia assicurativa all'altra è ancora modesta ben più avanzato è il processo di evoluzione del mercato bancario retail, soprattutto nel caso dei conti correnti e dei mutui. Parziali ma promettenti i risultati nel mercato dell'elettricità e del gas.

Nel 1999 le **riserve valutarie mondiali** risultavano pari a 1.800 miliardi di dollari; in poco più di dieci anni tale ammontare è aumentato di quasi 5 volte. Le economie avanzate hanno registrato un incremento pari a 2,5 volte il valore del 1999, mentre le riserve dei paesi in via di sviluppo hanno raggiunto un valore 8 volte superiore a quello iniziale. Tra la fine del 1999 e il secondo semestre del 2010 la quantità di riserve mondiali in dollari è diminuita in valore dal 71% al 62,1% mentre quella in euro è aumentata dal 17,9% al 26,5%.

39

5 novembre

2010

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

Banca Nazionale del Lavoro – Gruppo BNP Paribas
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

Il consumatore non è più immobile

S. Carletti ☎ 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

Da molti anni l'aumento dell'efficienza e della concorrenzialità dei mercati occupa un posto di rilievo nell'agenda di ammodernamento del nostro paese. Se da un lato il processo è lungi dall'essere completato, dall'altro alcuni progressi sono comunque avvenuti.

Nel caso del mercato assicurativo la frequenza dei passaggi da una compagnia assicurativa all'altra ha raggiunto il 9,3%, in moderato progresso rispetto a precedenti rilevazioni ma ancora assai lontana da quanto rilevabile altrove in Europa. Ben più avanzato il processo di evoluzione del mercato bancario retail, soprattutto nel caso dei conti correnti e dei mutui.

Parziali ma promettenti i risultati nel mercato finale dell'energia la cui evoluzione è stata profondamente modificata dall'attuazione di due direttive europee emanate nel 2003. In entrambi questi mercati la mobilità dell'utenza è ancora complessivamente contenuta nel caso del comparto domestico mentre ha già raggiunto livelli significativi nell'ambito dell'attività produttiva.

Il cambiamento del comportamento del consumatore è contemporaneamente il perno essenziale e la testimonianza più forte dell'evoluzione di un mercato. A rendere il consumatore poco disponibile ad interrompere il rapporto con un fornitore è la presenza dei cosiddetti *switching costs* ove con questa espressione si fa riferimento all'insieme di oneri che al consumatore deriverebbero nel caso di un mutamento delle sue scelte. Gli *switching costs* possono essere di varia natura: monetari (ad esempio, una commissione da pagare per la rescissione del contratto con l'attuale fornitore), tecnici ma anche psicologici, cognitivi (nuove procedure per usufruire di un certo bene o servizio), etc. oltre che ovviamente una loro combinazione. L'intervento del legislatore può da un lato attenuare alcuni di questi costi, dall'altro lato stabilire opportuni incentivi per spingere il consumatore ad affrontare il cambiamento.

Da molti anni l'aumento dell'efficienza e della concorrenzialità dei mercati occupa un posto di rilievo nell'agenda di ammodernamento del nostro paese. Se da un lato il processo è lungi dall'essere completato, dall'altro certi mutamenti nel comportamento del consumatore testimoniano che alcuni progressi sono comunque avvenuti. La considerazione di alcuni mercati evidenzia il diverso avanzamento del processo.

Il caso del mercato assicurativo e di quello bancario

Il caso delle assicurazioni auto è rappresentativo di un mercato nel quale il consumatore, seppure molto gradualmente, sta prendendo coscienza di un ampliamento del suo spazio di scelta. L'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) ha recentemente¹ certificato che nel 2009 la frequenza dei passaggi da una compagnia assicurativa all'altra ha raggiunto il 9,3%, in moderato progresso rispetto a precedenti rilevazioni (6,3% nel 2006). Malgrado questo passo in avanti, il tasso di mobilità italiano è in questo settore ancora meno della metà di quanto riscontrabile in Francia, Germania, Spagna e Olanda, per non dire del Regno Unito dove quasi la metà degli automobilisti cambia assicuratore ogni anno.

¹ Cfr. l'audizione di Antonio Catricalà avvenuta il 29 settembre 2010 presso la Commissione Industria Commercio e Turismo del Senato nell'ambito dell'indagine conoscitiva sul settore dell'assicurazione di autoveicoli.

Nel caso dell'assicurazione auto un potente fattore di cambiamento è stato lo sviluppo del canale *on-line* attraverso il quale nel 2008 sono state definite 1-1,5 milioni di polizze corrispondenti a meno del 5% del mercato, percentuale che si stima si sia avvicinata al 7% nel 2009. Anche in questo caso il divario con paesi come il Regno Unito (70%) resta molto ampio.

Nel caso italiano la distribuzione tramite internet ha costituito sicuramente un vantaggio in termini di minori costi per l'utente anche se non si è associato all'ingresso di nuovi operatori. Si tratta, infatti, per la maggior parte di emanazioni di compagnie già esistenti che continuano ad operare anche attraverso i canali tradizionali e ciò ha ridimensionato probabilmente l'effetto calmierante che il nuovo canale avrebbe potuto esercitare.

Ben più avanzato è in Italia il processo di evoluzione del mercato bancario *retail*. Una recente indagine della Commissione Europea² ha, infatti, evidenziato come la mobilità della clientela sia in Italia più alta di quanto riscontrabile negli altri maggiori paesi europei, con la sola eccezione della Spagna. Più in dettaglio, su 100 titolari di conto corrente sono 13 in Italia coloro che hanno cambiato banca negli ultimi due anni contro i 10 della Francia, gli 11 della Germania, i 15 della Spagna e gli 11,5 della media della Ue27. Si può aggiungere che quasi 11 dei 13 correntisti italiani che hanno cambiato banca hanno dichiarato di non aver avuto difficoltà nel completare l'operazione.

L'accresciuta attenzione alle opportunità offerte dal mercato trova un altro importante riscontro nel caso dei mutui immobiliari. Nel 2009 le famiglie italiane hanno continuato a sostituire mutui esistenti con nuovi contratti al fine di ottenere migliori condizioni. Complessivamente questi nuovi contratti di mutuo hanno rappresentato il 19% delle erogazioni rispetto al 13% del 2008. In particolare, è raddoppiata salendo al 16% la quota delle surroghe³, operazioni in cui un cliente sceglie una banca diversa da quella che ha erogato inizialmente il finanziamento; nel restante 3% dei casi si è proceduto alla sostituzione del mutuo precedente per accrescere l'ammontare del finanziamento. Il 3% dei titolari di mutuo ha, infine, rinegoziato con la propria banca le condizioni del contratto di finanziamento, senza procedere alla stesura di un nuovo contratto.

Il caso del mercato dell'elettricità e del gas

La mobilità del consumatore ha rilevante importanza anche nel caso dell'erogazione di servizi pubblici⁴. Nell'ambito di questi ultimi decisamente interessante è il caso del mercato finale dell'energia la cui evoluzione è stata profondamente modificata dall'attuazione delle Direttive UE 54 (elettricità) e 55 (gas) emanate nel 2003. A seguito di questo intervento normativo, è riconosciuta la possibilità di cambiare il fornitore di energia elettrica e di gas, scegliendo l'offerta ritenuta più interessante. Nel caso dell'elettricità questo importante mutamento delle regole è scattato il 1° luglio 2007,

² European Commission, *Attitudes toward cross-border sales and consumer protection*, Flash Eurobarometer n.282, marzo 2010.

³ Nel caso della surroga il cliente sceglie una banca diversa da quella che ha erogato inizialmente il finanziamento, trasferendo l'ipoteca, senza modificare l'importo del mutuo e senza costi addizionali; un cambio di banca può anche derivare dalle sostituzioni di mutuo, che da un lato prevedono l'iscrizione di una nuova ipoteca con un costo per il cliente, dall'altro consentono di accrescere l'ammontare del finanziamento; le rinegoziazioni, infine, avvengono con la propria banca e non comportano la stipula di un nuovo contratto.

⁴ Ai sensi della direttiva emanata nel febbraio 1994 dal governo italiano ("Principi sull'erogazione dei servizi pubblici") riconsiderano servizi pubblici, anche se svolti in regime di concessione o mediante convenzione, quelli volti a garantire il godimento dei diritti della persona costituzionalmente tutelati (salute, assistenza e previdenza sociale, istruzione, libertà di comunicazione, libertà e sicurezza della persona, libertà di circolazione) e quelli di erogazione di energia elettrica, acqua e gas.

contemporaneamente al resto d'Europa. Prima di quella data la facoltà di recesso era stata gradualmente riconosciuta alle utenze non domestiche, a partire dal 1999 con gli utenti di maggior rilievo. Per il gas, invece, i consumatori italiani possono scegliere il fornitore già dal gennaio 2003, in quanto l'Italia ha anticipato le scadenze europee sulla liberalizzazione.

A partire da gennaio 2003 per il gas e da luglio 2007 per l'elettricità il consumatore domestico può passare liberamente dal mercato tutelato a quello libero e viceversa. Se sceglie il mercato protetto, denominato "regime di maggior tutela", la bolletta viene calcolata con tariffe fissate dall'Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas (AEEG) che prevedono un aggiornamento trimestrale. Qualora il consumatore opti, invece, per il "mercato libero", può scegliere il fornitore, il tipo di contratto e le offerte più convenienti. Tutti i distributori dovranno, comunque, continuare a rispettare gli standard minimi di qualità commerciale stabiliti dall'Autorità (tempestività nel fornire le prestazioni maggiormente richieste, tempo massimo per un nuovo allacciamento o per riparare un guasto del contatore).

Il mercato finale dell'energia elettrica

(situazione a fine 2009)

	volumi		numero utenze	
	in GWh	quota %	migliaia	quota %
Mercato domestico - totale	62.391	100	28.281	100
di cui: mercato protetto	57.302	91,8	26.453	93,5
mercato libero	5.089	8,2	1.828	6,5
Altre utenze - totale	201.617	100	7.623	100
di cui: mercato protetto	26.764	13,3	5.184	68,0
mercato libero	174.853	86,7	2.439	32,0
Totale mercato	271.233	100	36.033	100
di cui: mercato protetto	84.066	31,0	31.637	87,8
mercato libero	179.942	66,3	4.266	11,8
altro (*)	7.225	2,7	130	0,4

Fonte: Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas, Relazione annuale sullo stato dei servizi e sull'attività svolta, luglio 2010.

(*): si tratta del cd "mercato di salvaguardia", cioè clienti che non hanno titolo per accedere al mercato protetto e che si trovano, anche temporaneamente, senza un contratto di fornitura nel mercato libero.

Il consuntivo di questa prima fase della riforma si presenta promettente. Nel caso della fornitura di elettricità sono circa 4,3 milioni gli utenti che hanno deciso di passare al mercato libero. La propensione a sperimentare le nuove possibilità dell'offerta cresce al crescere dei consumi: è ancora minima nel caso delle utenze domestiche (solo il 6,5% dei contratti) mentre è più forte nel caso delle imprese tra le quali si rileva una forte correlazione con la dimensione aziendale. D'altra parte, tanto più alto è il livello di utilizzo di energia elettrica, maggiore è l'interesse per le possibilità di risparmio sul suo costo e maggiore è al contempo la capacità di valutare la convenienza delle offerte concorrenti (allo 0,4% delle utenze è attribuibile il 55% circa delle vendite effettuate nel mercato libero non domestico).

La mobilità risulta complessivamente modesta per le utenze domestiche (nell'arco del triennio luglio 2007 – giugno 2010, considerando i passaggi in entrambe le direzioni, meno del 13% degli utenti) mentre ha già raggiunto livelli significativi nel caso delle piccole imprese (quasi il 28%). Le differenze a livello territoriale sono di dimensione contenuta per le utenze domestiche, più significative nel caso delle piccole imprese. Si

può, infine, rilevare che in entrambi i comparti la frequenza dei ritorni al mercato protetto è più alta al Sud.

**Mobilità della clientela del mercato elettrico:
consuntivo luglio 2007 – giugno 2010**

(% passaggi sul totale delle utenze)

	Nord	Centro	Sud	Italia
utenze domestiche				
passaggi al mercato libero	12,2	11,6	11,8	12,0
rientri nel mercato protetto	0,5	0,6	1,3	0,8
piccole imprese (*)				
passaggi al mercato libero	25,2	23,9	20,7	23,4
rientri nel mercato protetto	3,5	4,3	5,6	4,4

Fonte: Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas. Nb. Include passaggi ripetuti da parte di uno stesso utente.

(*): utenze non domestiche classificate sotto la dizione "Bassa Tensione altri usi".

Evidenze in larga parte simili a quelle del mercato dell'energia elettrica emergono dal mercato del gas⁵. Nel caso del settore domestico lo spazio conquistato dal mercato libero arriva ad appena il 10% dei consumi mentre nei settori per i quali il gas costituisce un input produttivo l'incidenza sfiora il 90% (64% nel commercio, 97% nell'industria). Anche qui il quadro appare in evoluzione: nel 2006 l'incidenza del mercato libero era pari al 7,7% nel caso delle utenze domestiche, al 35,5% nel settore del commercio, al 94% nell'industria.

Il mercato del gas

(situazione a fine 2009)

	M(m ³)	quota %
Mercato domestico - totale	20.680	100
di cui: mercato protetto	18.520	89,6
mercato libero	2.160	10,4
Altre utenze - totale	24.870	100
di cui: mercato protetto	2.596	10,4
mercato libero	22.274	89,6
Totale mercato	45.677	100
di cui: mercato protetto	21.116	46,2
mercato libero	24.434	53,5
altro (*)	127	0,3

Fonte: Autorità per l'Energia Elettrica e il Gas (*): autoconsumi.
Nb. Nel mercato finale del gas non è stato considerato quanto consumato per la produzione di energia elettrica.

Per quanto riguarda la mobilità, nel 2009 il tasso di *switching* è risultato pari al 2% a livello di numero di clienti (1,8% per il comparto domestico, 4,1% per gli altri usi), con effetti però più significativi in termini di volumi.

⁵ I dati forniti per il mercato del gas sono quasi esclusivamente a livello di volumi e solo raramente di clienti.

Le riserve valutarie internazionali e il ruolo del dollaro

S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

Nel 1999 le riserve valutarie mondiali risultavano pari a 1.800 miliardi di dollari; in poco più di dieci anni tale ammontare è aumentato di quasi 5 volte. Le economie avanzate, che attualmente detengono circa 2.900 miliardi di dollari, hanno registrato un incremento pari a 2,5 volte il valore del 1999, mentre i paesi in via di sviluppo, nel medesimo arco temporale, sono passati da circa 660 miliardi di dollari agli attuali 5.500 miliardi di dollari, un valore 8 volte superiore a quello iniziale.

La debolezza del dollaro nei confronti delle principali valute e la progressiva diffusione dell'euro come moneta di riserva hanno sollevato interrogativi circa la leadership della valuta statunitense nella composizione delle riserve mondiali. Tra la fine del 1999 e il secondo semestre del 2010 la quantità di riserve mondiali in dollari è diminuita in valore dal 71% al 62,1% mentre quella in euro è aumentata dal 17,9% al 26,5%. Si è ridotta la componente denominata in yen dal 6,4% al 3,3% ed è invece aumentata quella in sterline dal 2,9% al 4,2%.

Negli ultimi dieci anni le riserve cinesi hanno sperimentato una crescita senza precedenti, passando dai 156 miliardi di euro nel 2000 a quota 2.650 miliardi di dollari. La centralità del dollaro come riserva appare ancora più evidente considerando che nelle statistiche esaminate non figurano le riserve cinesi, che si stima siano denominate in dollari statunitensi per oltre il 75%.

Il dollaro come valuta di riserva: una retrospettiva

Il dollaro statunitense costituisce la principale valuta di riserva internazionale da oltre 60 anni. Con gli Accordi di Bretton Woods del 1944, il tasso di cambio di molte valute internazionali venne agganciato al dollaro statunitense, che presentava la caratteristica di essere convertibile in oro. La centralità e la convertibilità del dollaro ne favorirono l'uso come valuta di intervento e quindi come valuta di riserva.

Dalla fine degli Accordi di Bretton Woods, nel 1971, a oggi il ruolo del dollaro come valuta principale di riserva ha dovuto fronteggiare l'ascesa di altre valute, potenzialmente concorrenti. La crescita economica del Giappone e della Germania, negli anni '80 e '90 sembravano poter assegnare allo yen e al marco un ruolo di primo piano come valute di riserva a scapito del dollaro. Lo yen dopo aver raggiunto il suo punto di massimo nel 1991, anno in cui il 9% delle riserve mondiali era espresso nella valuta giapponese, è stato progressivamente meno utilizzato, sino ad arrivare all'attuale 3,3%. Il peso del marco tedesco come valuta di riserva è cresciuto nel tempo, passando dal 10% del 1979 al 18% nel 1998, alla vigilia dell'introduzione dell'euro.

L'utilizzo di una valuta come riserva internazionale è tradizionalmente legata al rispetto da parte del paese di riferimento di una serie di requisiti, ossia la dimensione economica, l'importanza del paese nel commercio internazionale, l'apertura verso i mercati finanziari, la convertibilità della valuta e l'utilizzo come "currency peg", la credibilità delle politiche macroeconomiche del paese e la stabilità del valore della moneta.

Sia gli Stati Uniti che l'Area dell'euro, le due principali aree valutarie mondiali, rispettano tutti i parametri dal momento che: la dimensione economica dell'eurozona è poco inferiore a quella statunitense, entrambe detengono quote ampie di commercio internazionale, credibilità delle politiche economiche e monetarie, valute facilmente convertibili e dal momento che il dollaro e l'euro sono le valute utilizzate da altri paesi per il "currency peg".

Uno degli elementi che supporta la minor diffusione dell'euro come valuta di riserva è legato all'ampiezza e allo spessore del mercato dei titoli di Stato. Nonostante la dimensione del mercato europeo sia simile a quella del mercato statunitense, l'assenza di un mercato unico delle obbligazioni sovrane denominate in euro rende i titoli di stato europei meno facilmente liquidabili rispetto a quelli statunitensi.

La *leadership* del dollaro negli ultimi anni è stata messa alla prova da una serie di fattori concomitanti: a) la nascita dell'euro e la sua progressiva diffusione come alternativa al dollaro in un'area sempre più estesa; b) la debolezza del cambio del dollaro contro le principali valute internazionali; c) il rapido sviluppo sui mercati mondiali degli scambi di nuove grandi economie come Cina, India, Brasile, Russia e la crescita di altri paesi emergenti; d) il peso crescente assunto da grandi investitori istituzionali (tra cui i fondi sovrani) sui mercati finanziari internazionali e gli effetti legati alle strategie di diversificazione anche valutaria dei loro investimenti.

Diversi studi¹ hanno provato a ipotizzare una possibile evoluzione nella distribuzione per valuta delle riserve mondiali, focalizzandosi *in primis* su dollaro ed euro ed arrivando spesso a risultati diametralmente opposti. Secondo uno studio di Frankel e Chinn, ipotizzando un trend di deprezzamento del dollaro rispetto alle principali valute analogo a quello sperimentato negli ultimi venti anni, entro il 2025 l'euro potrebbe sorpassare il dollaro quale valuta internazionale di riferimento. A un risultato opposto sono arrivati Galati e Wooldridge, secondo cui il ruolo preminente del dollaro nei mercati finanziari, associato a una certa inerzia nella ridenominazione delle riserve, non comprometterà il ruolo del dollaro come principale valuta di riserva.

La composizione delle riserve valutarie mondiali

Il Fondo monetario internazionale raccoglie dati sulla composizione valutaria delle riserve ufficiali tramite l'indagine Cofer (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves), nella quale i gestori delle riserve segnalano il valore di mercato degli investimenti denominati in usd, euro, yen, sterline, franchi svizzeri e nelle rimanenti valute.

I dati Cofer coprono circa il 70% delle riserve totali, poiché non contengono le informazioni relative ad alcuni importanti paesi in via di sviluppo. A partire dal 1995 partecipano all'indagine tutti i paesi industriali e un numero progressivamente più ampio (attualmente sono 107) di paesi in via di sviluppo, detentori di una quota comunque superiore al 60% delle riserve dei Pvs. Il Fondo monetario mantiene riservata la lista dei paesi partecipanti, ma l'ampio gap rispetto al valore totale delle riserve mondiali lascia intendere che la Cina non sia tra i paesi coperti dalla rilevazione.

Secondo i dati più recenti, aggiornati a giugno 2010, le riserve valutarie mondiali ammontano a oltre 8.400 miliardi di dollari, con un incremento dell'11% negli ultimi dodici mesi.

Nel 1999 le riserve valutarie mondiali risultavano pari a 1.800 miliardi di dollari; in poco più di dieci anni tale ammontare è aumentato di quasi 5 volte². La dinamica di crescita

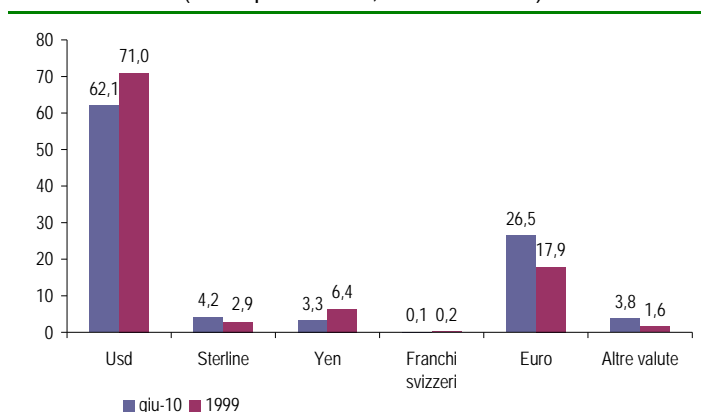
¹ Cfr. Galati G. e P. Wooldridge (2006) "The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?", BIS Working Papers n. 218; Chinn M. e J. Frankel (2008) "The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency", NBER Working Paper N. 13909 April; Cohen B. (2009) "The Future of Reserve Currencies", Finance and Development, IMF, September.

² Naturalmente trattandosi di riserve valutarie, non vengono contabilizzate le riserve denominate nella valuta del proprio paese, ad esempio le riserve in dollari delle istituzioni statunitensi o quelle in euro delle istituzioni appartenenti all'eurozona.

ha avuto un andamento molto più accentuato per le economie emergenti rispetto a quelle avanzate. Le economie avanzate, che attualmente detengono circa 2.900 miliardi di dollari, hanno infatti registrato un incremento pari a 2,5 volte il valore del 1999, mentre i paesi in via di sviluppo, nel medesimo arco temporale, sono passati da circa 660 miliardi di dollari agli attuali 5.500 miliardi, un valore 8 volte superiore a quello iniziale.

La composizione delle riserve in valuta mondiali

(valori percentuali, cambi correnti)



Fonte: Fondo monetario internazionale

Rispetto al totale delle riserve è possibile conoscere la composizione per valuta di circa 4.700 miliardi, dal momento che la parte rimanente è attribuibile a paesi che non partecipano all'indagine del Fondo monetario internazionale.

Tra la fine del 1999 e il secondo semestre del 2010 la quantità di riserve in dollari è diminuita in valore dal 71% al 62,1% mentre quella in euro è aumentata dal 18% al 26,5%. Si è ridotta la componente denominata in yen dal 6,4% al 3,3% ed è invece aumentata quella in sterline dal 2,9% al 4,2%.

Nel complesso, i dati sulla composizione per valuta delle riserve mondiali indicano che, nonostante le inevitabili oscillazioni, la quota di riserve valutarie detenute in dollari è rimasta su livelli non dissimili da quelli di trent'anni fa. Nel 1980 le riserve mondiali erano costituite per il 67% in dollari, per il 15% in marchi tedeschi, per il 4% in yen, mentre il franco svizzero e la sterlina pesavano entrambi per circa il 3%.

Il cambiamento nella composizione delle riserve, oltre ad essere legato alla dinamica del commercio e alle strategie in essere nella gestione valutaria, dipende anche dalle variazioni dei tassi di cambio ai quali vengono valorizzati gli stock. L'effetto del deprezzamento del dollaro statunitense rispetto alle principali valute di riserva internazionali contribuisce a spiegare in parte il minor peso assunto come valuta internazionale.

Un modo per quantificare l'effetto cambio è quello di valutare le riserve a prezzi costanti. Calcolando la composizione delle riserve attuali con i tassi di cambio a fine 1999, il dollaro statunitense risulta aver perso rispetto al 1999 circa 6 punti percentuali (anziché 9 come a cambi correnti), passando dal 71 al 65%. L'euro passerebbe dal 18 al 23% guadagnando cinque punti anziché 8,5. Per lo yen e la sterlina i risultati resterebbero quasi invariati rispetto a quelli ottenuti a cambi correnti.

Ripetendo lo stesso esercizio con i tassi di cambio alla fine del primo semestre 2002, momento di forte apprezzamento del dollaro rispetto all'euro, il valore delle riserve in dollari tra la fine del 1999 e il secondo semestre 2010 risulterebbe pressochè inalterato (70,3% a giugno 2002 a fronte del 71% del 1999), quelle in euro comunque registrerebbero una crescita inferiore al punto percentuale.

La composizione delle riserve in valuta mondiali

(mln di Usd)

	1999		Giugno 2010		Giugno 2010	
	Cambi correnti	quote	Cambi 1999	quote	Cambi 2002	quote
Tot. Riserve allocate	1.379.705		4.307.672		3.989.611	
di cui:						
Usd	979.783	71,0%	2.931.094	65,3%	2.931.094	70,3%
Sterline	39.827	2,9%	214.338	4,8%	171.247	4,1%
Yen	87.939	6,4%	135.656	3,0%	112.643	2,7%
Franchi svizzeri	3.172	0,2%	3.435	0,1%	3.262	0,1%
Euro	246.950	17,9%	1.023.149	22,8%	771.366	18,5%

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNI su dati Fmi

Di fatto se da un lato si è registrato un incremento nell'utilizzo dell'euro come valuta di riserva, dall'altro, al netto degli effetti di cambio, tale fenomeno risulta molto meno accentuato.

La *leadership* del dollaro come riserva appare ancora più evidente considerando che nelle statistiche appena esaminate non figurano le riserve cinesi, che si stima (la loro composizione è coperta da segreto di stato) siano denominate in dollari statunitensi per oltre il 75%, un ammontare pari a circa 2.000 miliardi di Usd.

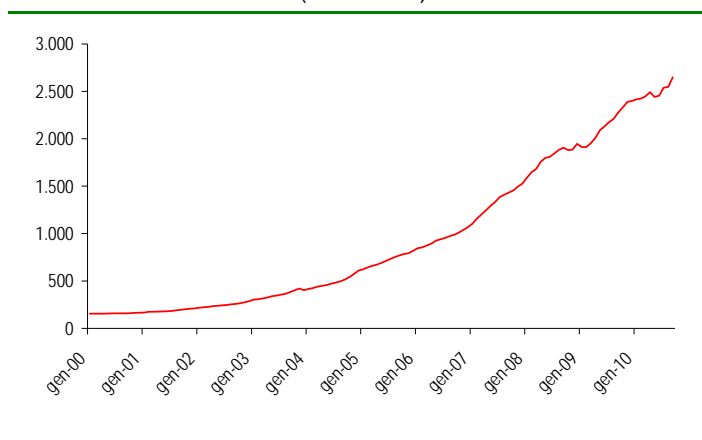
La crescita delle riserve valutarie cinesi

Il forte sviluppo economico che ha caratterizzato l'economia cinese nell'ultimo decennio ha portato in Cina a una crescita delle riserve superiore a quella di qualunque altro paese, contribuendo a ricomporre le riserve valutarie mondiali a favore del dollaro. Le riserve in valuta straniera della Banca centrale cinese hanno toccato un nuovo massimo storico nel terzo trimestre 2010. Soltanto negli ultimi tre mesi nelle casse della banca centrale cinese sono affluiti 194 miliardi di dollari, un aumento del 16,5% rispetto allo scorso anno. Negli ultimi dieci anni le riserve cinesi hanno sperimentato una crescita senza precedenti, passando dai 156 miliardi di euro nel 2000 a quota 2.650 miliardi di dollari.

Tradizionalmente l'accumulo di riserve deriva dall'acquisto sul mercato dei cambi di eccedenze di offerta di valute straniere dovute al surplus della bilancia dei pagamenti con l'estero. La crescita delle riserve in Cina si spiega tuttavia solo in parte con il surplus di bilancia dei pagamenti del paese. A fronte di un solido export che costituisce il principale motore dell'economia (in particolare l'ultimo dato sul deficit commerciale statunitense verso la Cina ha evidenziato un massimo storico di 28 miliardi di dollari) si è registrato un graduale incremento anche delle importazioni che hanno portato il surplus della bilancia commerciale di settembre poco al di sotto dei 17 miliardi di dollari, il valore minimo degli ultimi cinque mesi.

Le riserve valutarie cinesi

(mld di Usd)



Fonte: Datastream

L'aumento delle riserve in valuta estera della Banca centrale sembra dunque essere legato non soltanto all'andamento economico ma a diversi altri fattori, come i forti interventi sui mercati valutari per raffreddare le quotazioni della moneta.

Le pressioni internazionali su questo fronte, uno dei fattori della cosiddetta guerra dei cambi, sono notevoli, in considerazione del fatto che le dinamiche in atto sembrano indicare per gli anni a venire il mantenimento di un trend crescente di afflusso di riserve valutarie nei forzieri della Banca centrale cinese. Questo fattore costituisce un elemento cruciale per le prospettive legate al mercato dei cambi; una rivalutazione dello yuan comporterebbe infatti, oltre a una perdita di competitività dell'export cinese, una riduzione di valore dell'immenso stock di riserve detenuto dalla banca centrale cinese.

Le previsioni sui prezzi

Indice generale nazionale dei prezzi al consumo per l'intera collettività, al lordo dei tabacchi													
<i>Variatione % rispetto al periodo precedente</i>													
	gen.	feb.	mar.	apr.	mag.	giu.	lug.	ago.	set.	ott.	nov.	dic.	media
2004	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
2005	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,0	0,4	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2
2006	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,2
2007	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,3	0,4	0,3	0,2
2008	0,4	0,2	0,5	0,2	0,5	0,4	0,5	0,1	-0,3	0,0	-0,4	-0,1	0,2
2009	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,1
2010	0,1	0,1	0,3	0,4	0,1	0,0	0,4	0,2	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
2011	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,1

<i>Variatione % rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente</i>													
	gen.	feb.	mar.	apr.	mag.	giu.	lug.	ago.	set.	ott.	nov.	dic.	media
2004	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,1	2,0	1,9	2,0	2,2
2005	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	2,1	2,0	2,0	2,2	2,2	2,0	1,9
2006	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	1,8	1,8	1,9	2,1
2007	1,7	1,8	1,7	1,5	1,5	1,7	1,6	1,6	1,7	2,1	2,4	2,6	1,8
2008	3,0	2,9	3,3	3,3	3,6	3,8	4,1	4,1	3,8	3,5	2,7	2,2	3,3
2009	1,6	1,6	1,2	1,2	0,9	0,5	0,0	0,1	0,2	0,3	0,7	1,0	0,8
2010	1,3	1,2	1,4	1,5	1,4	1,3	1,7	1,6	1,6	1,7	1,8	1,7	1,5
2011	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,8	1,6	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7

Indice generale armonizzato dei prezzi al consumo													
<i>Variatione % rispetto al periodo precedente</i>													
	gen.	feb.	mar.	apr.	mag.	giu.	lug.	ago.	set.	ott.	nov.	dic.	media
2004	-0,6	-0,1	1,0	0,8	0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,5	0,3	0,2	0,3	0,2
2005	-1,0	-0,1	1,2	0,8	0,3	0,0	-0,2	-0,2	0,6	0,7	0,0	0,0	0,2
2006	-0,9	-0,1	1,2	0,9	0,3	0,1	-0,3	-0,2	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2
2007	-1,1	0,1	1,2	0,6	0,4	0,2	-0,6	-0,2	0,8	0,8	0,4	0,3	0,2
2008	-0,8	0,1	1,6	0,6	0,6	0,5	-0,6	0,0	0,5	0,5	-0,5	-0,1	0,2
2009	-1,7	0,2	1,2	0,6	0,2	0,2	-1,2	0,2	0,7	0,4	0,1	0,2	0,1
2010	-1,5	0,0	1,5	0,9	0,1	0,1	-0,9	0,2	0,6	0,7	0,1	0,2	0,2
2011	-1,2	-0,1	1,1	0,7	0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,6	0,2	0,1	0,1	0,1

<i>Variatione % rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente</i>													
	gen.	feb.	mar.	apr.	mag.	giu.	lug.	ago.	set.	ott.	nov.	dic.	media
2004	2,1	2,5	2,3	2,3	2,3	2,4	2,3	2,4	2,2	2,1	2,1	2,4	2,3
2005	2,0	2,0	2,2	2,1	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	2,6	2,4	2,1	2,2
2006	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,4	1,9	2,0	2,1	2,2
2007	1,9	2,1	2,1	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	2,3	2,6	2,8	2,0
2008	3,1	3,1	3,6	3,6	3,7	4,0	4,0	4,2	3,9	3,6	2,7	2,4	3,5
2009	1,4	1,5	1,1	1,2	0,8	0,6	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,8	1,1	0,8
2010	1,3	1,1	1,4	1,6	1,6	1,5	1,8	1,8	1,6	2,0	2,0	2,0	1,6
2011	2,3	2,2	1,8	1,6	1,7	1,8	2,4	2,1	2,0	1,5	1,5	1,4	1,9

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.