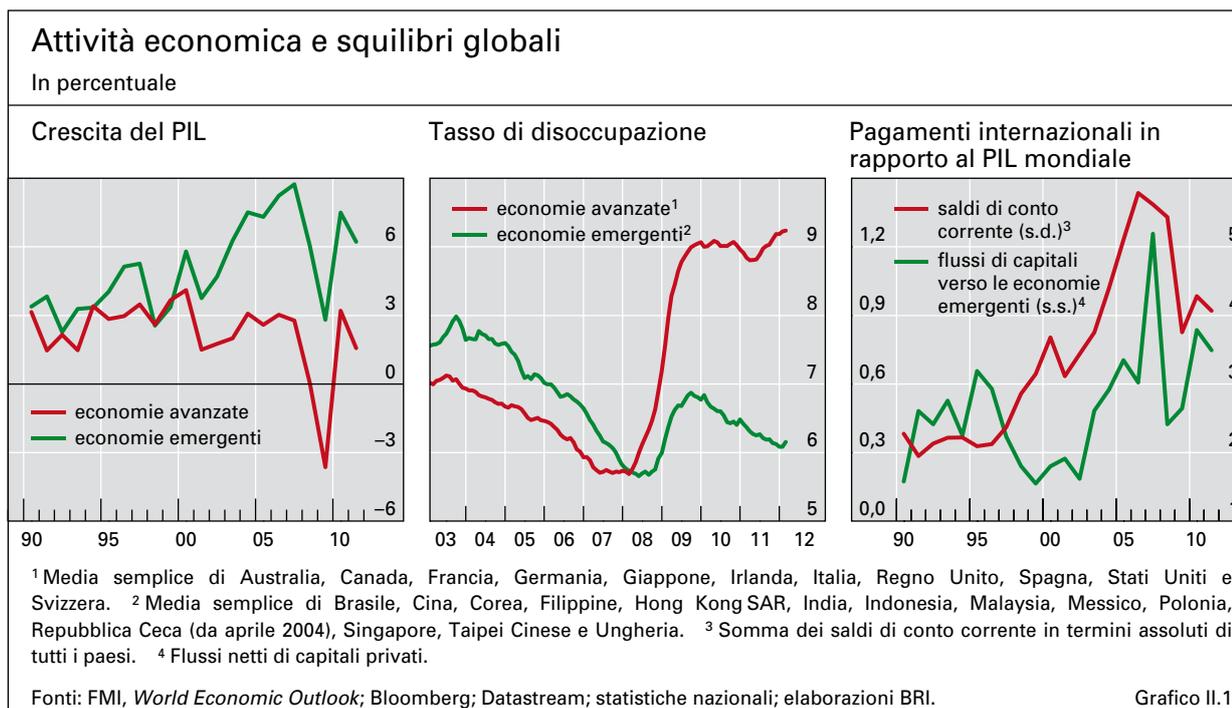


II. L'anno trascorso

La ripresa economica globale si è indebolita lo scorso anno. Il rincaro delle materie prime e l'aggravarsi della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro hanno avuto un impatto negativo sull'economia mondiale, già oberata da debolezze strutturali non risolte. Gli incrementi dei prezzi delle materie prime avevano amplificato le pressioni inflazionistiche nelle economie emergenti in rapida espansione, spingendo queste ultime a inasprire le politiche economiche per frenare la crescita della domanda. Nelle economie avanzate caratterizzate da una espansione moderata, a fronte di una maggiore capacità produttiva inutilizzata, i rincari delle materie prime non hanno generato spinte inflazionistiche altrettanto significative, ma hanno ridotto la spesa discrezionale, già modesta per effetto del processo di riduzione dell'indebitamento delle famiglie. L'intensificarsi della crisi nell'area dell'euro ha provocato un aumento dell'avversione al rischio a livello globale, crescenti preoccupazioni per le esposizioni al rischio sovrano e, in ultima istanza, tensioni nel settore bancario. In seguito a una nuova tornata di interventi delle banche centrali, sono emersi segnali di un'accelerazione dell'espansione globale nei primi mesi del 2012. Ma in presenza di squilibri settoriali e geografici nell'economia mondiale, una crescita sostenuta appare ancora un traguardo lontano.

La ripresa globale si indebolisce nel 2011

La ripresa economica globale è rallentata nel 2011. Nell'arco dell'intero anno il prodotto mondiale è cresciuto del 3,9%, un ritmo lievemente più moderato

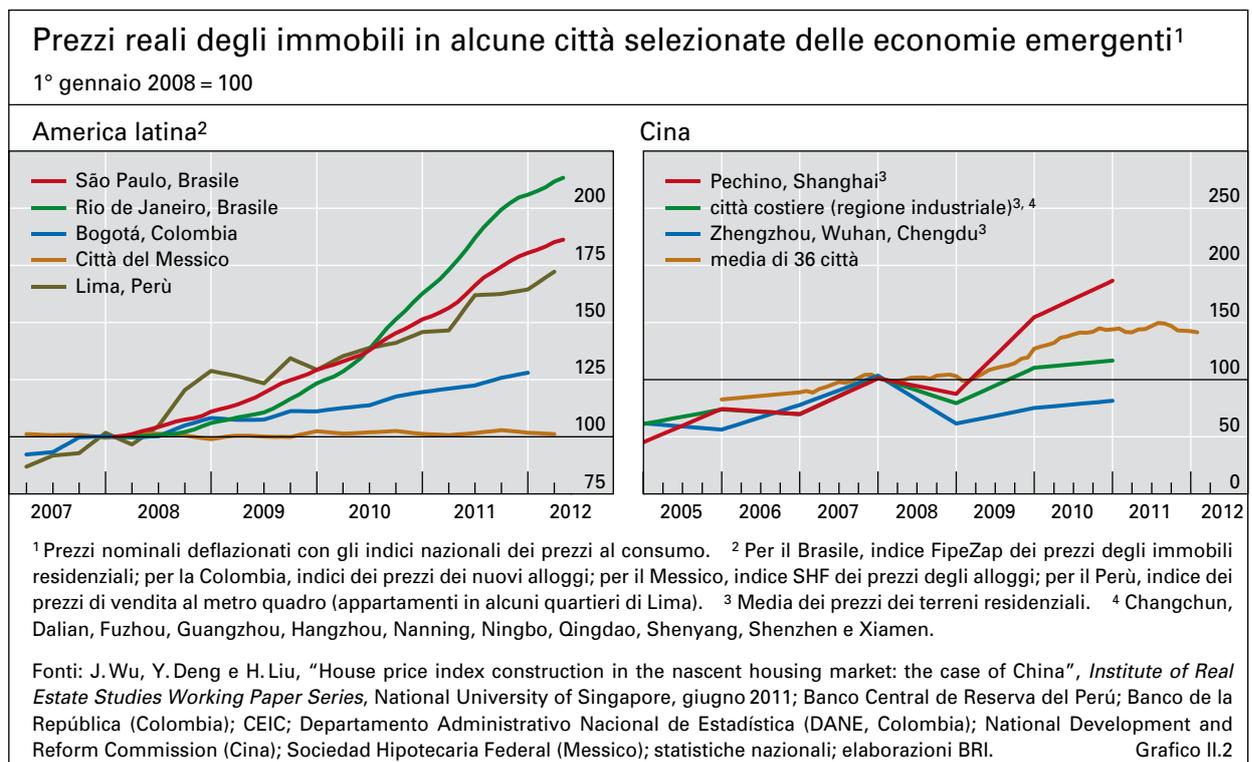


rispetto al tasso di espansione medio del decennio precedente la crisi finanziaria, ma nettamente inferiore al 5,3% del 2010. La crescita economica nelle economie avanzate si è dimezzata, attestandosi ad appena l'1,6% (grafico II.1, diagramma di sinistra). Ciò ha rispecchiato un marcato indebolimento dell'economia negli Stati Uniti e nel Regno Unito e il drastico calo dell'attività in Giappone in seguito al terremoto del marzo 2011, mentre nell'insieme dell'area dell'euro l'espansione è rimasta pressoché invariata.

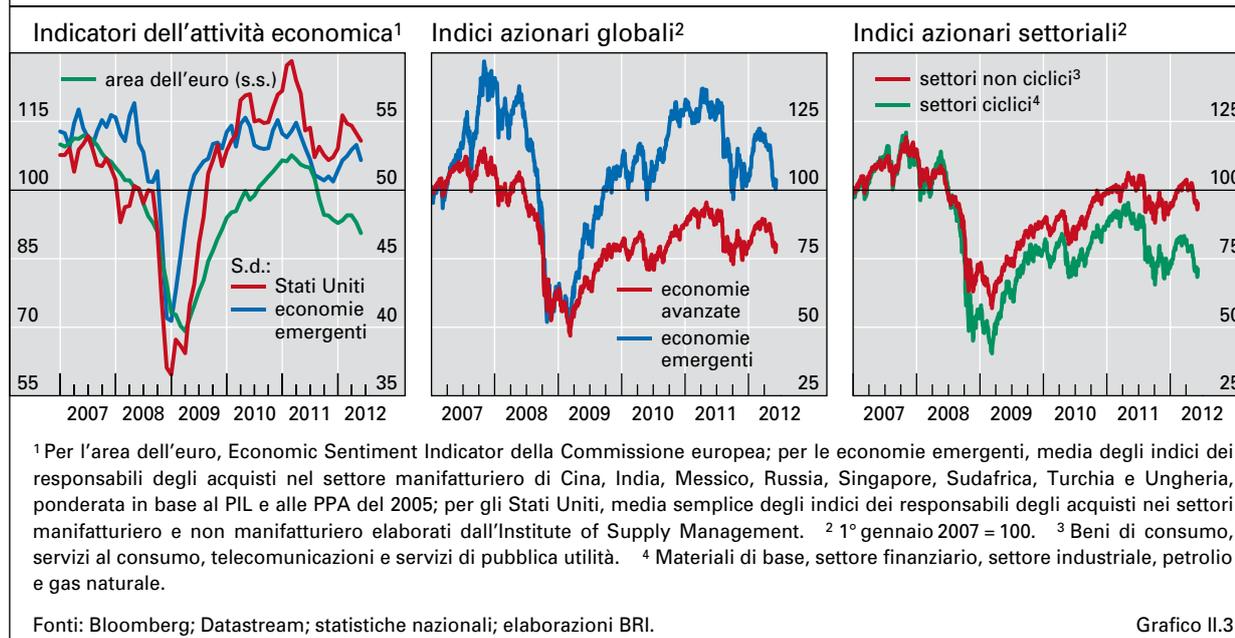
Complessivamente, nelle economie avanzate la crescita non ha avuto slancio sufficiente a dar luogo a una ripresa robusta, in grado di autosostenersi. L'impatto negativo sui consumi privati è proseguito. La disoccupazione è rimasta elevata o è persino aumentata ulteriormente (grafico II.1, diagramma centrale). Il calo dei prezzi degli immobili e gli elevati livelli di indebitamento hanno continuato a pesare sui bilanci delle famiglie nelle economie sviluppate maggiormente colpite dalla crisi finanziaria (Capitolo III). La debolezza del settore delle famiglie ha inoltre inciso negativamente sulla spesa delle imprese. La grave situazione dei conti pubblici non ha generalmente lasciato margini di manovra per ulteriori stimoli fiscali.

Le economie emergenti sono cresciute di circa il 6% nel 2011, un ritmo di poco inferiore rispetto al 2010 (grafico II.1, diagramma di sinistra). L'Asia emergente ha registrato un'espansione del 7,8%, trainata dalla Cina (9,2%) e dall'India (7,2%); l'America latina è cresciuta del 4,5%. Nell'Europa centrale e orientale la crescita è rimasta sostanzialmente invariata al 5,3% nell'insieme del 2011.

Nell'anno in rassegna la rapida espansione dei mercati emergenti si è spesso accompagnata a segnali di un surriscaldamento dell'economia interna, quali l'aumento dell'inflazione, una crescita robusta del credito e il rialzo



Attività economica e corsi azionari



dei prezzi delle attività. L'espansione del credito in termini reali è proseguita a ritmi sostenuti nell'Asia emergente e in America latina, mentre i prezzi reali degli immobili residenziali sono saliti fino a raggiungere o superare i precedenti massimi storici nelle grandi città cinesi e latinoamericane (grafico II.2). I rincari delle abitazioni sembrano tuttavia aver decelerato più di recente, e in alcuni casi i prezzi sono persino calati.

Di riflesso a questa crescita globale a due velocità, gli squilibri esterni sono rimasti significativi. Benché in lieve calo rispetto al 2010, gli squilibri internazionali di parte corrente sono rimasti pari a circa il 4% del PIL mondiale, un livello storicamente elevato (grafico II.1, diagramma di destra, linea rossa). Le maggiori economie avanzate hanno ancora una volta registrato ampi disavanzi correnti, con la rilevante eccezione di Germania e Giappone. Nell'Asia emergente gli avanzi di conto corrente, benché in diminuzione, sono rimasti consistenti. L'America latina e l'Europa centrale e orientale hanno registrato deficit correnti. Nel 2011 gli afflussi netti di capitali privati alle economie emergenti sono stati tra i più elevati mai registrati (grafico II.1, diagramma di destra, linea verde). Ciò nonostante, poche valute emergenti si sono apprezzate in misura significativa rispetto alle divise principali, e molte si sono deprezzate.

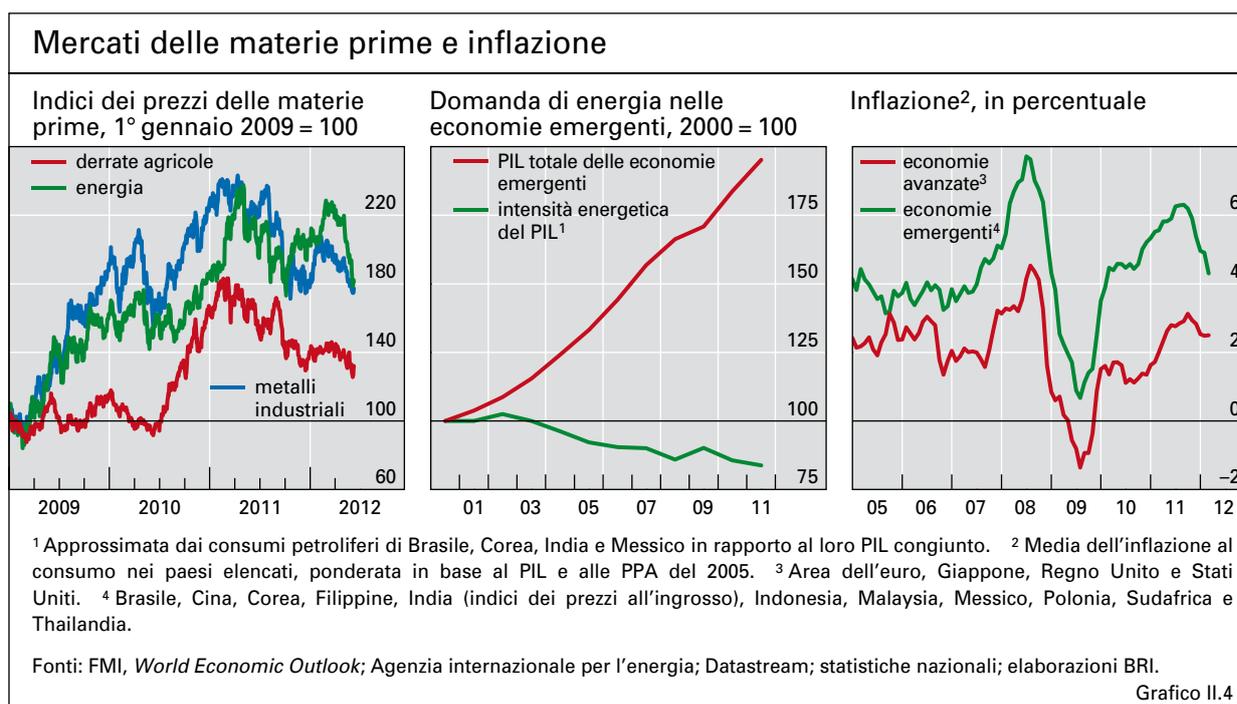
La ripresa globale ha iniziato a rallentare nel secondo trimestre dell'anno. In tale periodo, gli indicatori dell'attività economica si sono sensibilmente indeboliti negli Stati Uniti, seguiti da quelli delle economie emergenti; nella seconda metà del 2011 hanno registrato un deterioramento relativamente marcato anche in Europa (grafico II.3, diagramma di sinistra). Le quotazioni di numerose attività finanziarie sensibili alla crescita sono scese. I principali indici azionari in tutto il mondo hanno segnato un ribasso, con un calo relativamente significativo dei corsi delle azioni cicliche (grafico II.3, diagrammi centrale e di destra). Gli spread sulle obbligazioni societarie sono generalmente

aumentati, in particolare per i titoli di emittenti con rating basso e inferiore all'investment grade.

Questi sviluppi sono stati il riflesso di due grandi shock che hanno messo in luce la debolezza di fondo dell'economia mondiale connessa a squilibri interni ed esterni. In primo luogo, i prezzi delle materie prime, già aumentati notevolmente, sono rimasti elevati a fronte della domanda sostenuta dei mercati emergenti. Ciò ha ridotto il reddito delle famiglie negli Stati Uniti e in altre economie avanzate in una fase di alta disoccupazione e risanamento dei bilanci familiari. Per contro, il principale effetto in diverse economie emergenti è stato un aumento dell'inflazione, che ha portato a una politica monetaria più restrittiva. In secondo luogo, i mercati finanziari hanno iniziato a nutrire preoccupazioni per l'affidabilità creditizia di diversi Stati dell'area dell'euro e per l'esposizione delle banche europee al rischio di credito sovrano. Nella seconda metà dell'anno un marcato incremento dell'avversione al rischio a livello globale, il rigore fiscale e le crescenti pressioni sulle banche per una riduzione della leva finanziaria hanno frenato la domanda.

Gli elevati prezzi delle materie prime producono effetti diversi nelle varie parti del mondo

I prezzi delle materie prime sono sensibilmente aumentati sino alla fine del primo trimestre 2011 (grafico II.4, diagramma di sinistra): dal minimo ciclico di metà 2010, i corsi delle derrate agricole sono raddoppiati e quelli dell'energia e dei metalli industriali sono saliti di oltre il 50%. Nei sei mesi successivi i prezzi delle materie prime sono invece diminuiti del 20-30%. Dalla fine del terzo trimestre, tuttavia, l'energia è rincarata di circa il 20%, mentre le quotazioni



delle derrate agricole e dei metalli industriali hanno evidenziato un andamento relativamente stabile. Nel 2011 i prezzi di tutte queste materie prime sono rimasti nettamente superiori ai livelli medi del 2009-10.

Una serie di shock negativi dal lato dell'offerta ha contribuito a questo netto rincaro. Le avverse condizioni meteorologiche e i deludenti raccolti hanno spinto al rialzo i prezzi delle derrate agricole nella seconda metà del 2010 e agli inizi del 2011. Analogamente, l'instabilità politica in Medio Oriente e Nord Africa nei primi mesi del 2011 ha fatto paventare un'interruzione delle forniture di greggio e spinto al rialzo le quotazioni del petrolio. I moderati aumenti dell'offerta da parte dei principali paesi produttori non sono bastati ad arrestare questa tendenza. A cavallo fra il 2011 e il 2012 i corsi del greggio sono stati nuovamente spinti al rialzo da rischi geopolitici, questa volta legati all'Iran.

Oltre agli shock dal lato dell'offerta, anche l'andamento della crescita mondiale ha contribuito a mantenere alti i prezzi delle materie prime. L'integrazione delle economie emergenti nelle catene di produzione globali e il loro rapido sviluppo economico si sono tradotti in una domanda elevata, in particolare di energia e metalli industriali, ma anche di derrate agricole. Come illustra il grafico II.4 (diagramma centrale), nel corso dell'ultimo decennio la crescita del PIL ha sopravanzato l'aumento dell'efficienza energetica nei maggiori mercati emergenti. Dati i ridotti margini di capacità produttiva inutilizzata, le quotazioni del petrolio e di altre materie prime sono state molto sensibili ai cambiamenti delle aspettative di crescita. Nel 2011 le loro variazioni hanno tendenzialmente avuto un effetto frenante sulla ripresa mondiale.

Il mercato rincaro delle materie prime agli inizi del 2011 e la ridotta capacità eccedente hanno spinto al rialzo l'inflazione generale nelle economie emergenti nella parte successiva dell'anno. A metà 2011 l'inflazione media in tali economie superava il 6%, uno dei tassi più elevati registrati nell'ultimo decennio (grafico II.4, diagramma di destra). Le pressioni inflazionistiche sono state significative, dal momento che nei mercati emergenti l'energia e i beni alimentari rappresentano una quota molto maggiore dei consumi rispetto alle economie avanzate.

In queste ultime, il rincaro dell'energia ha parimenti spinto al rialzo l'inflazione generale, ma il sottoimpiego della capacità produttiva ha limitato gli effetti di secondo impatto. Gli elevati prezzi energetici hanno eroso il potere di acquisto delle famiglie, già gravate da una elevata disoccupazione e da persistenti pressioni sui propri bilanci. Negli Stati Uniti, ad esempio, le famiglie hanno speso un ulteriore 2% del proprio reddito per il carburante. Di fronte a un tasso di disoccupazione superiore al 9% e a un calo dei prezzi di abitazioni e titoli azionari, la fiducia dei consumatori statunitensi si è drasticamente indebolita nell'estate 2011.

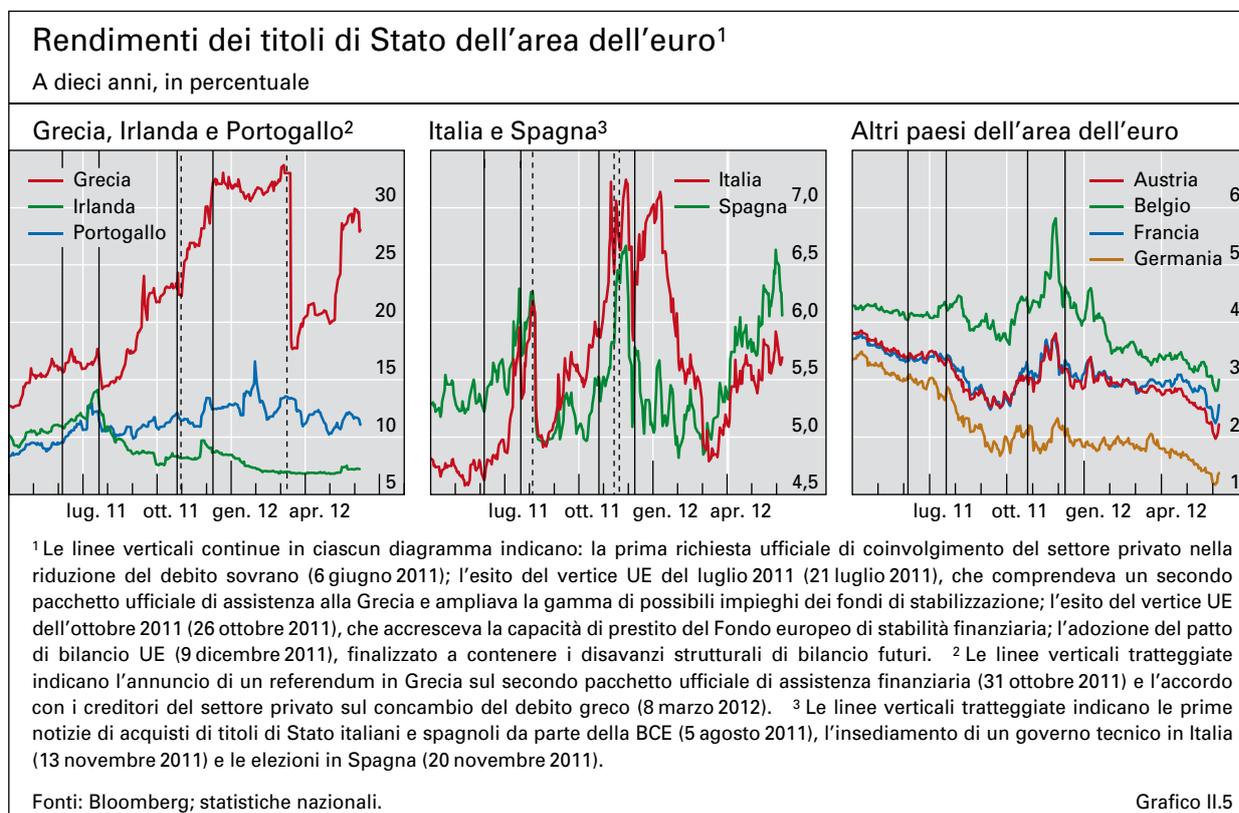
In parte a seguito del diverso effetto prodotto dai corsi delle materie prime, nel secondo e terzo trimestre 2011 le risposte delle autorità monetarie nei mercati emergenti sono state diverse da quelle nelle economie avanzate. Numerose economie emergenti hanno inasprito la politica monetaria in reazione all'aumento dell'inflazione, mentre le banche centrali delle principali economie avanzate hanno, a seconda dei casi, fatto marcia indietro rispetto

alle precedenti strette o ulteriormente allentato le condizioni monetarie tramite misure straordinarie.

Si aggrava la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro

A metà 2011 la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro si è aggravata. Nei mesi precedenti i rendimenti dei titoli di Stato dei paesi beneficiari di programmi ufficiali di assistenza (Grecia, Irlanda e Portogallo) erano notevolmente aumentati (grafico II.5, diagramma di sinistra), mentre quelli sul debito di altri paesi erano rimasti molto più stabili. Tuttavia, a metà anno i rendimenti di Italia e Spagna, due debitori di dimensioni molto maggiori, hanno subito un netto rialzo, protrattosi per gran parte del secondo semestre (grafico II.5, diagramma centrale). Verso la fine del 2011 sono inoltre saliti anche i rendimenti obbligazionari di alcuni dei prenditori sovrani a più alto rating dell'area dell'euro, tra cui Austria, Belgio e Francia, con un ampliamento dei differenziali rispetto alla Germania (grafico II.5, diagramma di destra).

Diversi fattori hanno contribuito a questo aggravamento. In primo luogo, i creditori ufficiali, che stavano considerando un secondo programma di sostegno per la Grecia, hanno richiesto il coinvolgimento del settore privato nella riduzione dell'onere debitorio del paese come condizione per l'erogazione di finanziamenti aggiuntivi. Ciò ha destato incertezze tra gli obbligazionisti circa il trattamento che sarebbe stato loro riservato in occasione di eventuali futuri programmi di sostegno nell'area dell'euro. In secondo luogo, la crescita dell'area ha iniziato a rallentare, rendendo più difficile per i governi rafforzare le rispettive posizioni finanziarie nel breve periodo. In terzo luogo, il

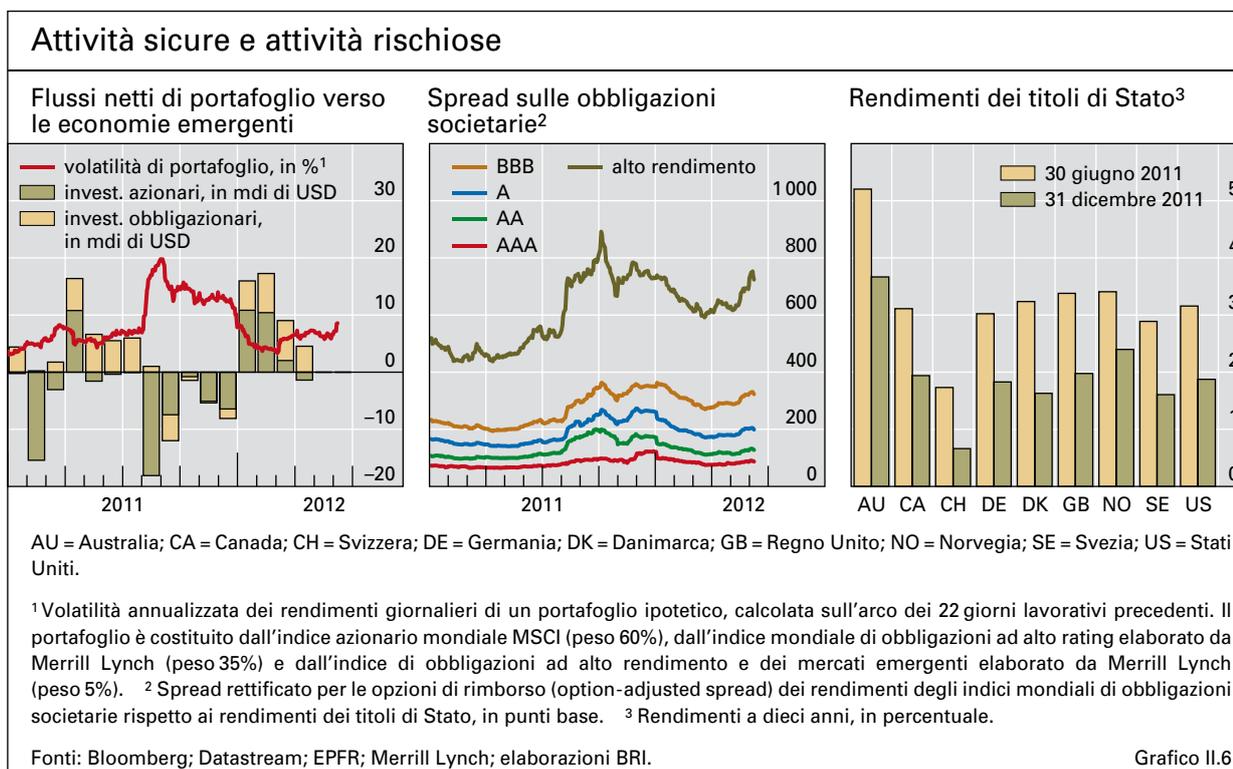


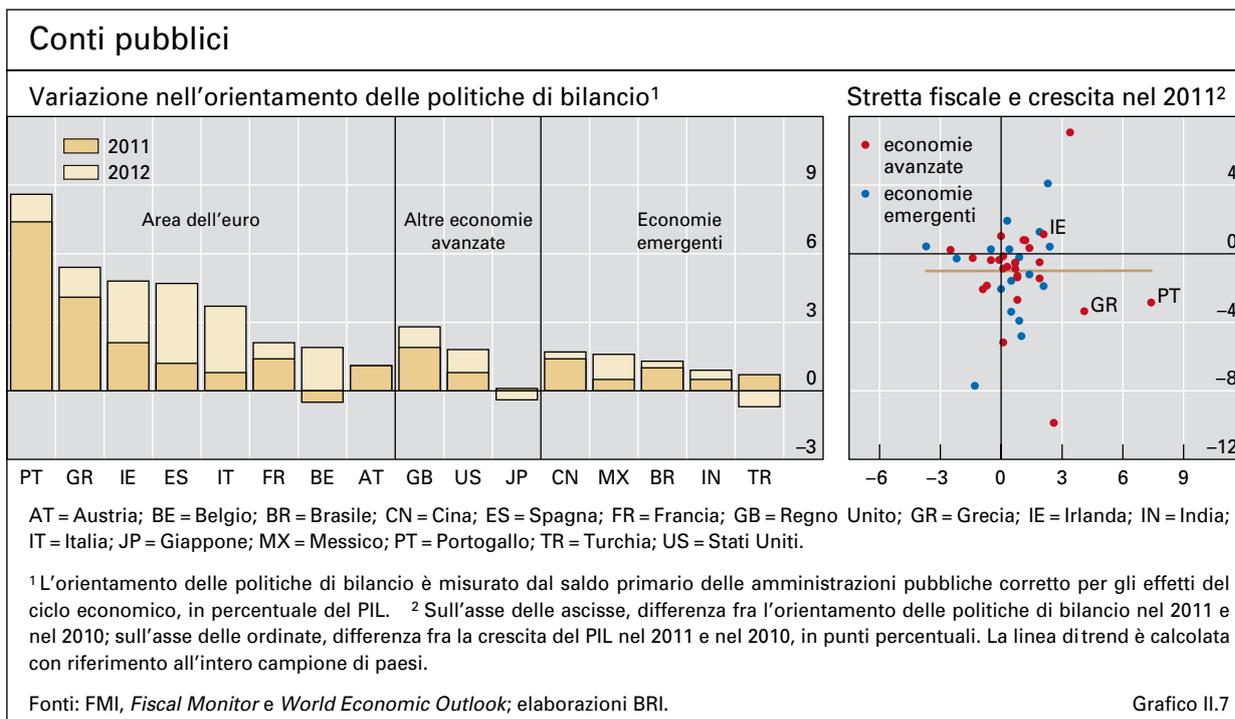
declassamento degli Stati Uniti da parte di un'agenzia di rating ha accresciuto l'attenzione degli investitori sulla sostenibilità delle finanze pubbliche.

Nella seconda metà del 2011 le autorità hanno adottato una serie di iniziative volte a contrastare la crisi. In agosto la BCE è tornata ad acquistare titoli di Stato dell'area dell'euro. I rendimenti sul debito sovrano italiano e spagnolo hanno inizialmente registrato una netta diminuzione, per poi tornare a salire dopo solo qualche settimana, di riflesso alle preoccupazioni dei mercati circa la capacità dei governi di attuare le misure di consolidamento fiscale concordate con i partner europei. L'ampliamento dei possibili utilizzi del Fondo europeo di stabilità finanziaria e l'incremento della sua capacità di prestito, decisi rispettivamente in luglio e ottobre, sembrano aver avuto effetti persino meno duraturi sui rendimenti. Verso la fine del 2011, tuttavia, l'accordo per limitare i deficit di bilancio strutturali (fiscal compact) ha dato luogo a cali più significativi e persistenti dei rendimenti (Capitolo V).

La crisi del debito sovrano ha accentuato l'avversione al rischio nei mercati finanziari globali. Gli investitori hanno modificato la composizione dei propri portafogli per tenere conto degli accresciuti rischi sovrani. Ad esempio, quando in agosto la volatilità dei portafogli è aumentata, gli investitori istituzionali hanno iniziato a vendere obbligazioni e azioni dei mercati emergenti, continuando a farlo per gran parte della seconda metà del 2011 (grafico II.6, diagramma di sinistra). La domanda di azioni e obbligazioni societarie delle economie avanzate è parimenti diminuita, spingendo al ribasso le quotazioni e al rialzo gli spread, soprattutto quelli dei titoli a più basso rating (grafico II.6, diagramma centrale).

Alcune attività finanziarie hanno beneficiato della ricerca di sicurezza. Tra queste figurano i titoli di Stato di Australia, Canada, Germania, paesi nordici,





Regno Unito, Stati Uniti e Svizzera, i cui rendimenti sono scesi a livelli estremamente bassi in base ai parametri storici nella seconda metà del 2011 (grafico II.6, diagramma di destra). La domanda è stata tale che i rendimenti di alcune emissioni a più breve scadenza sono divenuti temporaneamente negativi. Lo yen e il franco svizzero si sono inoltre notevolmente apprezzati a seguito della ricomposizione dei portafogli a favore delle attività rifugio. Per contrastare queste tendenze le autorità giapponesi hanno venduto yen sui mercati valutari, per importi che – secondo fonti di mercato – in un'occasione avrebbero superato i precedenti record giornalieri, mentre la Banca nazionale svizzera ha fissato un tetto massimo per il valore del franco rispetto all'euro.

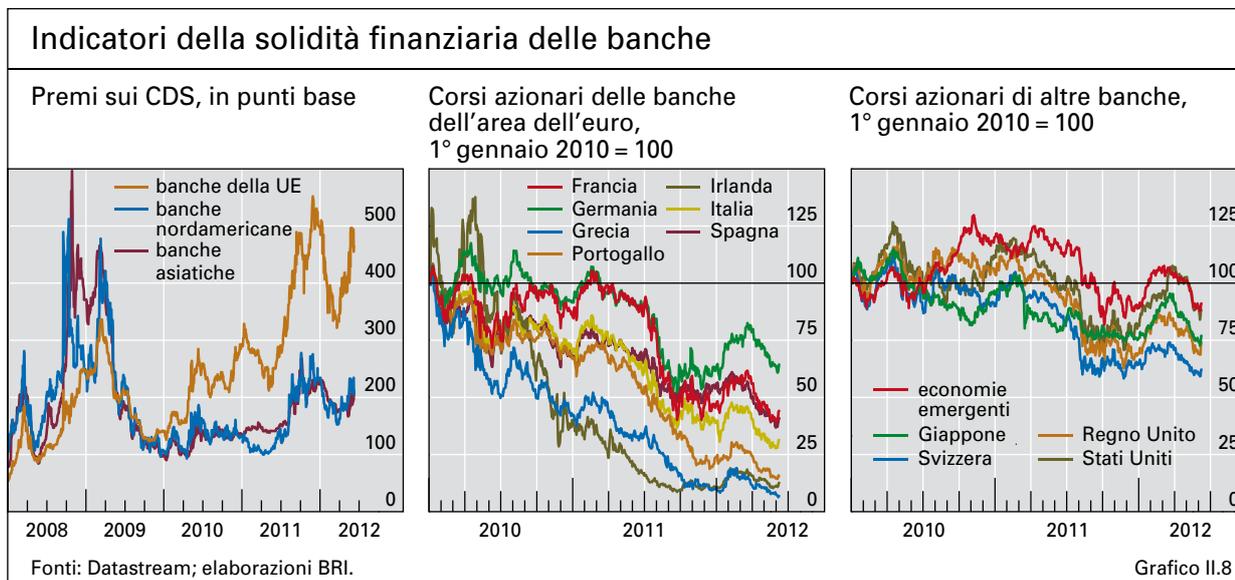
Molte economie avanzate ed emergenti hanno inasprito le politiche di bilancio (grafico II.7, diagramma di sinistra). Tuttavia, mentre nelle economie sviluppate la stretta fiscale è stata una risposta ai timori per la sostenibilità delle finanze pubbliche, nelle economie emergenti essa ha mirato a contenere la domanda interna. L'intervento più marcato si è avuto nei paesi dell'area dell'euro. In Grecia, Irlanda e Portogallo i programmi ufficiali di assistenza hanno imposto stringenti misure di risanamento dei conti pubblici, che prevedevano riduzioni dei disavanzi di diversi punti percentuali di PIL. Le grandi economie dell'area dell'euro come Francia, Italia e Spagna hanno parimenti inasprito sensibilmente le politiche di bilancio. Al di fuori dell'area dell'euro, il Regno Unito, cui due delle principali agenzie di rating hanno attribuito un outlook negativo, ha continuato a ridurre il proprio deficit. Anche gli Stati Uniti hanno inasprito in qualche misura l'orientamento della politica di bilancio, nonostante il rinnovo degli sgravi temporanei sui contributi sociali e delle indennità di disoccupazione supplementari nel 2011 e nel 2012. Il Giappone è stato l'unico grande paese avanzato ad aver allentato la politica fiscale per far

fronte alle spese necessarie alla ricostruzione successiva al terremoto. Diverse economie emergenti hanno parimenti operato una moderata stretta fiscale, con l'obiettivo di contenere la domanda interna. Tuttavia, il consolidamento dei conti pubblici non sembra essersi sistematicamente accompagnato a un indebolimento della crescita economica nel 2011 (grafico II.7, diagramma di destra).

Si riducono la raccolta e l'erogazione di credito delle banche europee

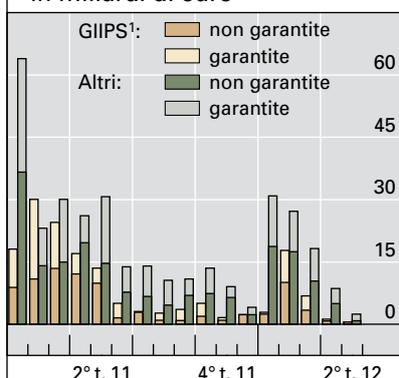
La crisi del debito sovrano nell'area dell'euro ha generato crescenti tensioni nel settore bancario europeo nella seconda metà del 2011. Ciò ha rispecchiato l'incertezza legata all'esposizione delle banche al rischio di credito sovrano e i dubbi sulla capacità dei governi di sostenere gli istituti in difficoltà. I premi sui credit default swap (CDS) relativi alle banche europee sono sensibilmente aumentati di fronte alla percezione di una loro minore affidabilità creditizia (grafico II.8, diagramma di sinistra). Le quotazioni delle azioni bancarie sono crollate nei paesi in cui il valore dei titoli di Stato si era ridotto maggiormente e hanno segnato un marcato ribasso nel resto dell'area dell'euro (grafico II.8, diagramma centrale). Ma la crisi ha interessato anche gli istituti bancari di altre parti del mondo, come dimostra l'andamento dei premi sui CDS e dei corsi azionari (grafico II.8, diagramma di destra).

Le condizioni di finanziamento delle banche dell'area dell'euro si sono rapidamente deteriorate nell'autunno 2011. I depositanti hanno iniziato a effettuare prelievi dagli istituti spagnoli e, in misura minore, italiani, che sono andati ad aggiungersi ai continui deflussi di depositi dalle banche greche e irlandesi. Numerose banche dell'area dell'euro hanno di fatto perso l'accesso ai mercati del debito non garantito (grafico II.9, diagramma di sinistra). Inoltre, il costo della raccolta sul mercato interbancario è aumentato, in misura significativa per i finanziamenti in euro, ma anche per quelli in dollari e sterline (grafico II.9, diagramma centrale). Le banche dell'area dell'euro hanno incontrato

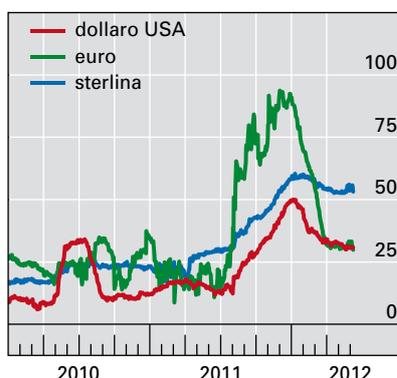


Condizioni di finanziamento delle banche

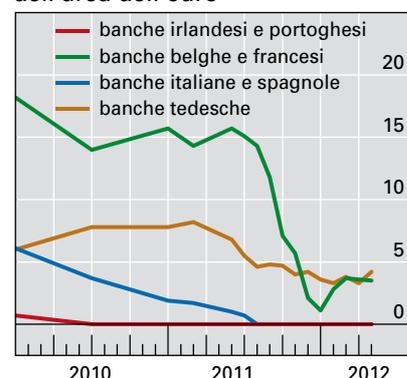
Emissioni di obbligazioni bancarie nell'area dell'euro, in miliardi di euro



Spread Libor-OIS a tre mesi, in punti base



Esposizione dei fondi monetari USA nei confronti delle banche dell'area dell'euro²



¹ Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna. ² Attività nei confronti delle banche dell'area dell'euro contabilizzate dai 10 maggiori fondi prime statunitensi del mercato monetario, in percentuale delle attività in gestione degli stessi fondi. Al 30 aprile 2012 i 10 fondi considerati detenevano \$642 miliardi di attività, mentre le attività detenute dall'insieme dei fondi prime statunitensi del mercato monetario erano pari a \$1,42 trilioni.

Fonti: BCE; Bloomberg; Dealogic; Fitch Ratings.

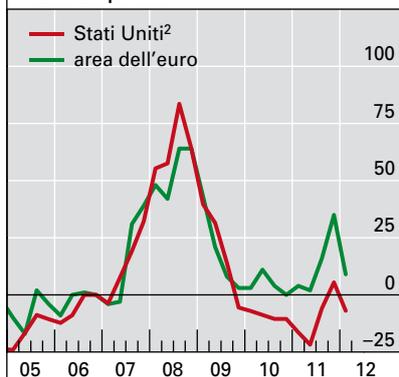
Grafico II.9

difficoltà a finanziarsi in dollari, in parte a causa della riduzione delle esposizioni da parte dei fondi monetari statunitensi (grafico II.9, diagramma di destra).

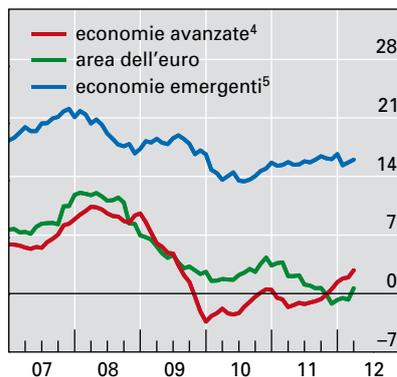
Di fronte alle crescenti pressioni per una riduzione della leva finanziaria, è progressivamente aumentata la preferenza manifestata dalle banche dell'area dell'euro per gli impieghi sull'interno (home bias). Nel complesso, nell'ultimo trimestre 2011 gli istituti bancari dell'area hanno inasprito i criteri di erogazione dei prestiti alle imprese in misura maggiore di quanto avvenuto negli Stati Uniti (grafico II.10, diagramma di sinistra). Mentre il tasso di crescita del

Credito bancario

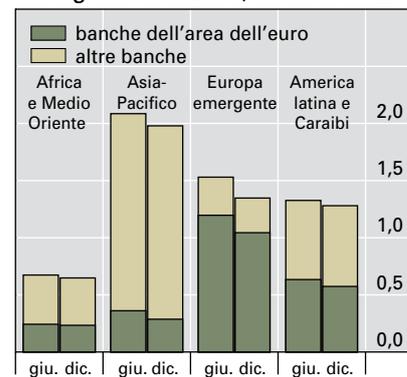
Criteri di erogazione dei prestiti alle imprese¹



Crescita del credito bancario interno³



Attività estere verso i mercati emergenti⁶ nel 2011, in trl di USD



¹ Percentuale netta di banche interpellate che segnalavano un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito. ² Credito alle imprese di dimensioni medio-grandi. ³ Variazioni del credito sull'anno precedente, ponderate in base alle PPA del 2005, in percentuale. ⁴ Area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. ⁵ Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. ⁶ Attività estere per nazionalità delle banche dichiaranti, in base al mutuatario immediato.

Fonti: Indagine sul credito bancario della BCE; Senior Loan Officer Survey della Federal Reserve; FMI, *International Financial Statistics*; Datastream; statistiche bancarie consolidate BRI in base alla nazionalità; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico II.10

credito concesso dalle banche dell'area dell'euro a prenditori nazionali non finanziari è sceso a zero (grafico Il.10, diagramma centrale), quello del credito erogato dagli stessi istituti a prenditori di altre regioni si è ridotto in misura ancora maggiore. Nella seconda metà del 2011 le attività estere delle banche dell'area dell'euro nei confronti di mutuatari dei mercati emergenti si sono ridotte del 12%: del 4% verso l'Africa e il Medio Oriente, del 20% verso l'Asia-Pacifico, del 13% verso l'Europa emergente e del 9% verso l'America latina e i Caraibi (grafico Il.10, diagramma di destra). Il ridimensionamento è stato particolarmente marcato per i prestiti con una elevata ponderazione per il rischio, come quelli a favore di prenditori con basso merito creditizio o le operazioni di finanza di progetto, nonché per i prestiti che richiedono spesso finanziamenti in dollari, come il leasing di aerei e navi o il credito al commercio.

Ciò detto, altre forme di finanziamento hanno in larga misura sostituito il credito delle banche dell'area dell'euro. In alcuni casi si è trattato di prestiti erogati da altre grandi banche internazionali (grafico Il.10, diagramma di destra). Alcuni istituti bancari australiani, giapponesi e britannici già attivi nell'Asia emergente hanno incrementato il credito erogato a questa regione. I prestatori nazionali hanno parimenti accresciuto l'attività creditizia, in particolare in America latina, mentre l'incremento è stato minore nell'Europa emergente, dove le banche dell'Europa occidentale detenevano un'ampia quota di mercato. In aggiunta, alcune imprese di maggiori dimensioni si sono rivolte ai mercati obbligazionari, dove le emissioni lorde sono aumentate di quasi il 30% nell'ultimo trimestre 2011.

Agli inizi del 2012 la crescita mondiale rimane fragile

La debolezza dell'economia e le crescenti tensioni nei mercati finanziari internazionali sul finire del 2011 hanno indotto le banche centrali ad adottare una nuova tornata di misure di sostegno (Capitolo IV). La Federal Reserve si è impegnata ad acquistare titoli del Tesoro USA a lunga scadenza per ulteriori \$400 miliardi, utilizzando a tal fine i proventi della vendita di titoli a più breve termine. Ha inoltre annunciato l'intenzione di mantenere il suo tasso di riferimento a breve su livelli eccezionalmente bassi almeno sino alla fine del 2014. La Bank of Japan e la Bank of England hanno ulteriormente incrementato le dimensioni dei rispettivi programmi di acquisti di attività. Le banche centrali di Brasile, Cina, Filippine, India, Indonesia e Turchia hanno parimenti allentato le proprie politiche monetarie. Nel dicembre 2011 la BCE ha annunciato che avrebbe effettuato operazioni di rifinanziamento a tre anni per le banche dell'area dell'euro accettando una gamma più ampia di garanzie. Le maggiori banche centrali avevano già concordato di ridurre il prezzo delle reciproche linee di swap in valuta, in modo da poter fornire alle banche commerciali euro contro dollari a costi inferiori rispetto al passato.

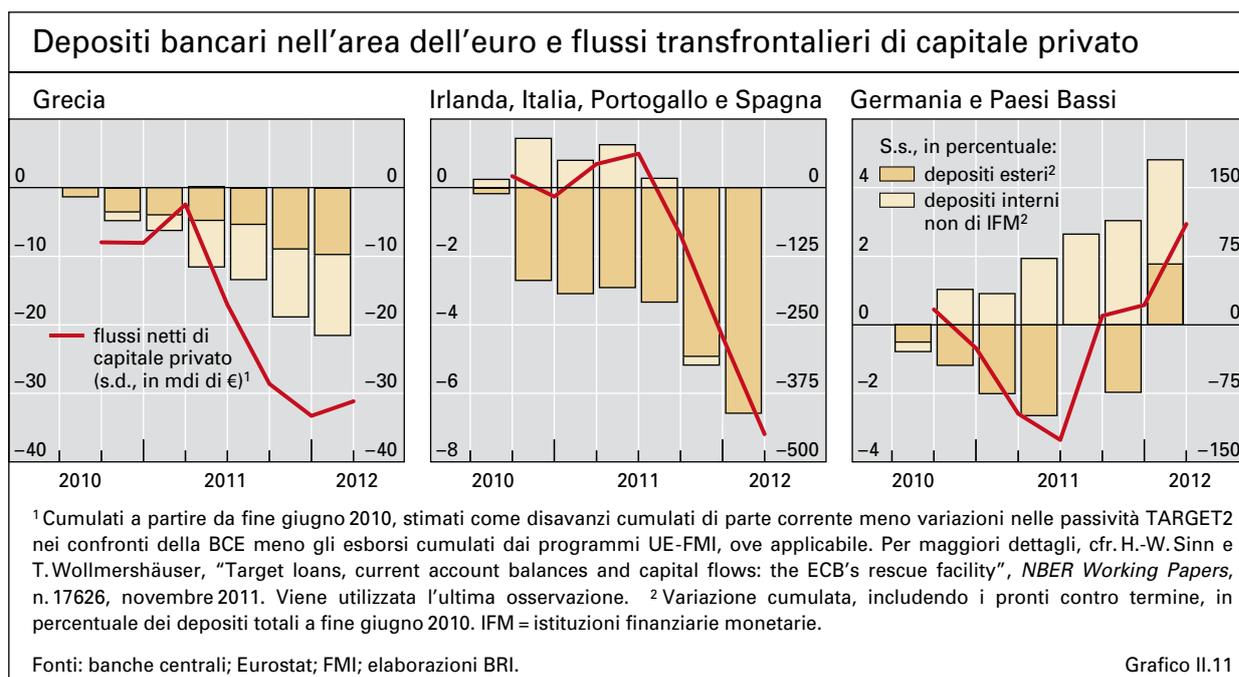
Queste misure si sono tradotte in un deciso miglioramento delle condizioni sui mercati della provvista bancaria (grafico Il.9) e sui mercati finanziari più in generale. Le due operazioni di rifinanziamento a tre anni della BCE nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012 hanno consentito alle banche dell'area dell'euro di prefinanziare gran parte dei rimborsi di titoli di debito

non garantiti in scadenza nel 2014. Inoltre, gli istituti bancari hanno impiegato parte della liquidità ricevuta per acquistare attività, tra cui titoli di Stato dell'area dell'euro. I rendimenti di tali strumenti sono sensibilmente diminuiti (grafico II.5). Più in generale, le misure di sostegno aggiuntive delle autorità hanno contribuito al rialzo delle quotazioni di numerose attività nei primi mesi del 2012. Il completamento di una ristrutturazione ordinata del debito greco in marzo ha altresì eliminato il rischio di un ribasso delle quotazioni.

L'attività economica mondiale è sembrata riprendersi in certa misura nel primo trimestre 2012. Negli Stati Uniti il tasso di disoccupazione è sceso, di pari passo con un significativo aumento della fiducia e della spesa dei consumatori. In Giappone gli ordini di macchinari e gli investimenti delle imprese hanno dato slancio all'attività, in un contesto di protratta ripresa dagli effetti del terremoto del marzo 2011. Dopo essersi contratto nell'ultimo trimestre 2011, il PIL dell'area dell'euro si è stabilizzato. In diversi paesi emergenti, specie in America latina e nel Sud-Est asiatico, l'attività ha evidenziato un'accelerazione.

Detto ciò, il traguardo di una crescita economica sostenibile ha continuato ad apparire lontano, e nel secondo trimestre l'attività si è indebolita. In aprile e maggio negli Stati Uniti diversi indicatori congiunturali sono risultati inferiori alle aspettative e la crescita dell'occupazione ha nuovamente rallentato. Gli indicatori di attività in Cina hanno segnato una marcata flessione a partire dall'inizio del 2012, sebbene ciò sia ascrivibile in parte alla reazione alle misure volte a contenere la crescita e riportarla a livelli più sostenibili. L'espansione del prodotto ha nettamente decelerato anche in Brasile e in India, in particolare nei settori agricolo e manifatturiero. Nell'area dell'euro il prodotto sembra essersi contratto nuovamente nel secondo trimestre 2012.

I rischi finanziari nell'area dell'euro si sono inoltre intensificati nel secondo trimestre 2012, principalmente a causa dei timori per l'orientamento delle politiche in Grecia dopo le elezioni. Si sono accentuati i deflussi di depositi e di



altri capitali dai paesi percepiti come vulnerabili a un ulteriore aggravarsi della crisi. In particolare, i prelievi di depositi dalle banche greche avrebbero registrato un'accelerazione in maggio. Questi istituti avevano già perso circa un terzo dei loro depositi esteri e un quarto di quelli di soggetti non finanziari nazionali (grafico II.11, diagramma di sinistra). I depositanti esteri avevano ritirato fondi anche dalle banche irlandesi, italiane, portoghesi e spagnole, mentre i depositi di soggetti nazionali erano rimasti più stabili (grafico II.11, diagramma centrale). Per contro, i fondi collocati presso le banche tedesche e olandesi sono notevolmente aumentati nel primo trimestre 2012 (grafico II.11, diagramma di destra). Analogamente, le stime relative ai flussi di capitali complessivi mostravano deflussi netti di capitali privati da Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna e afflussi verso Germania e Paesi Bassi (grafico II.11, linee rosse).