

II. L'anno trascorso

Lo scorso anno la crescita nelle principali economie avanzate ha perso slancio. I timori per il rischio sovrano, la solidità delle banche e le prospettive economiche sono riemersi e hanno spinto l'area dell'euro in recessione. Gli investimenti sono stati modesti in Giappone e nel Regno Unito, mentre l'incertezza sulla politica di bilancio statunitense nel breve periodo ha inciso negativamente sull'attività economica. La crescita del prodotto nelle economie emergenti (EME) si è ridotta a fronte del deterioramento del contesto esterno, ma in alcuni paesi il vigore della domanda interna ha contribuito a controbilanciare il calo delle esportazioni.

A livello mondiale le banche centrali hanno reagito al peggioramento delle condizioni riducendo i tassi ufficiali laddove vi erano i margini per farlo, oppure introducendo ulteriori innovazioni per allentare le politiche monetarie, come la modifica degli obiettivi e delle strategie di comunicazione, l'incremento e la variazione della struttura degli acquisti di attività finanziarie e interventi mirati su specifici canali di trasmissione della politica monetaria. La conseguente diminuzione della percezione del rischio di andamenti sfavorevoli e le aspettative di un protratto periodo di bassi tassi ufficiali hanno impresso slancio ai mercati finanziari e incoraggiato gli investimenti in attività delle EME, più redditizie, esercitando pressioni al rialzo sulle loro valute.

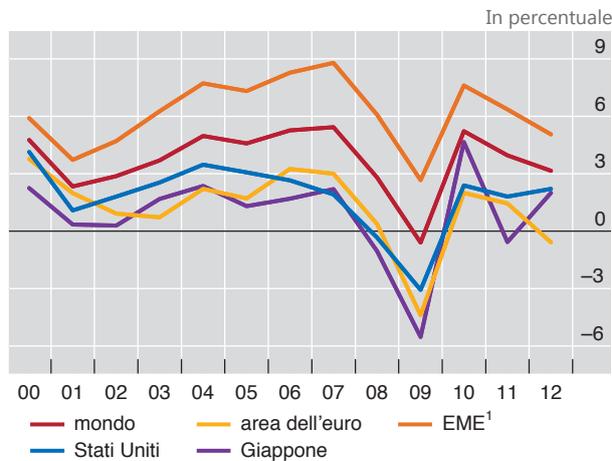
Le indicazioni disponibili al momento di andare in stampa segnalano una ripresa disomogenea. L'espansione del credito è stata sostenuta nelle EME e le condizioni di affidamento sono state allentate negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito. Esse rimangono invece stringenti nell'area dell'euro e la domanda di credito del settore privato per investimenti e consumi è diminuita drasticamente. Gli indicatori ad alta frequenza dell'attività economica confermano questo scenario. I dati pubblicati nel 2013 fanno ritenere che la ripresa sarà lenta e irregolare, con periodi di calma alternati a fasi di volatilità per i mercati finanziari, che scontano notizie a tratti contraddittorie.

A seguito sia del boom finanziario che ha preceduto la crisi, sia delle politiche monetarie accomodanti adottate per contrastarla, il grado di indebitamento del settore privato non finanziario rimane elevato a livello globale. Nonostante i progressi compiuti, in particolare nelle economie avanzate che hanno accumulato quantità significative di debito durante la fase di boom, il risanamento dei bilanci rimane incompleto e agisce da freno sulla crescita. Al contempo, l'aumento dell'indebitamento in altre economie avanzate e nelle EME segnala il potenziale accumulo di vulnerabilità in alcune regioni.

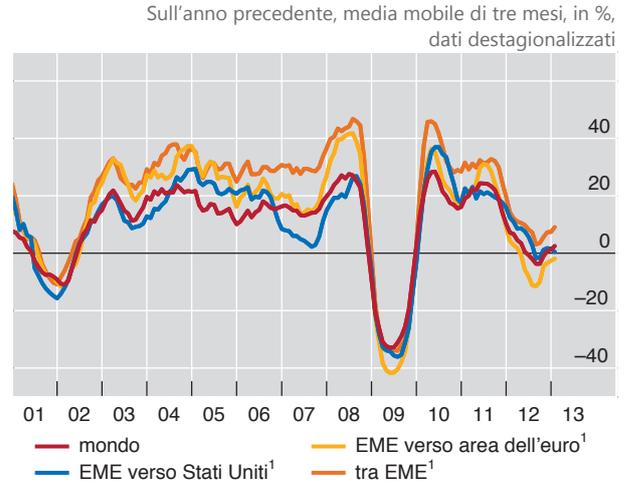
La crescita globale rimane debole nel 2012-13

Lo scorso anno la ripresa economica ha perso slancio. La crescita mondiale globale è scesa al 3,2%, ossia di oltre 2 punti percentuali rispetto al massimo raggiunto nel 2010. Come illustrato nel diagramma in alto a sinistra del grafico II.1, questa moderazione riflette tre tendenze generali: una crescita del prodotto complessivamente inferiore, ma ancora sostenuta, nelle EME; la perdurante espansione dell'economia statunitense; e una recessione nell'area dell'euro. In Giappone la crescita è stata volatile, rispecchiando il temporaneo sostegno derivante dalla ricostruzione seguita al terremoto del 2011 e i più recenti cambiamenti nella politica economica.

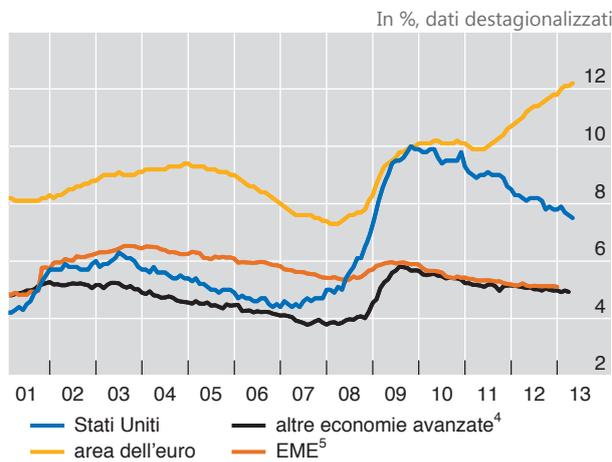
Crescita reale del PIL



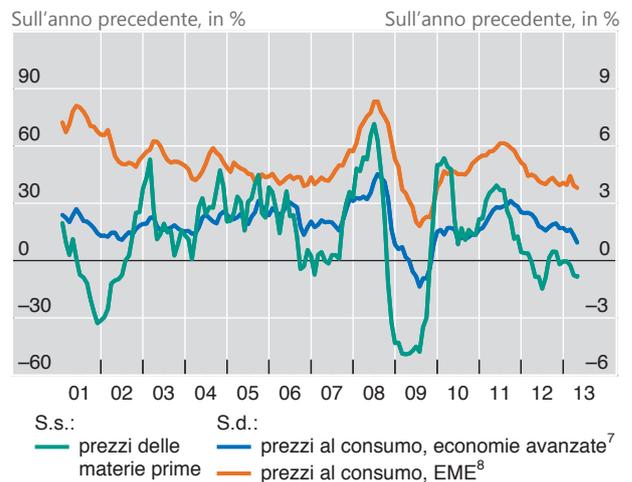
Crescita del commercio internazionale²



Tasso di disoccupazione³



Inflazione⁶



¹ In base all'aggregato dell'FMI. ² In termini di esportazioni totali. ³ Le definizioni possono variare a seconda dei paesi. ⁴ Media ponderata in base alle forze di lavoro di Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito e Svezia. ⁵ Media ponderata in base alle forze di lavoro di Brasile (da ottobre 2001), Cile, Cina, Corea, Colombia, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù (da marzo 2001), Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria. ⁶ Media delle economie elencate ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005. Prezzi al consumo misurati sull'IPC fatta eccezione per l'India (prezzi all'ingrosso); per i prezzi delle materie prime, indice S&P GSCI commodity spot. ⁷ Area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. ⁸ Economie elencate alla nota 5, più India.

Fonti: FMI, *Direction of Trade Statistics*, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

L'economia mondiale ha subito il marcato impatto negativo della crisi dell'area dell'euro e della crescente incertezza sulle politiche di bilancio nelle economie avanzate più in generale. La crisi dell'area dell'euro si è riacutizzata nella prima metà del 2012, a causa del riemergere dei timori per il nesso tra rischio sovrano e rischio del settore bancario. Questi timori si sono tradotti in un marcato incremento dei rendimenti dei titoli di Stato spagnoli e italiani. Il rendimento delle obbligazioni pubbliche decennali è aumentato al 7,6% nel luglio 2012 in Spagna, a seguito della richiesta del governo di finanziamenti per ricapitalizzare il sistema bancario, mentre in Italia è salito al 6,6%. L'acuirsi della crisi dell'area dell'euro nel 2012 ha altresì contribuito all'aumento dei premi per il rischio nei mercati finanziari internazionali.

Contestualmente, i rendimenti delle obbligazioni rifugio sono diminuiti, con un calo di circa 50 punti base per i titoli decennali tedeschi e statunitensi.

Nel 2012 l'intensificarsi della crisi dell'area dell'euro si è inoltre ripercossa sull'attività economica globale attraverso i legami commerciali. Il diagramma in alto a destra del grafico II.1 mostra che le esportazioni delle EME verso l'area dell'euro si sono ridotte in misura decisamente maggiore rispetto a quelle verso gli Stati Uniti. Per contro, il vigore relativo delle economie emergenti si è manifestato in un incremento di circa il 10% degli scambi tra EME. L'effetto netto di questi diversi andamenti è stato un ristagno del commercio internazionale.

La domanda interna nelle economie avanzate è rimasta fiacca e l'incertezza sulle politiche di bilancio ha pesato sul clima di fiducia. In Europa la recessione ha reso più difficile il raggiungimento degli obiettivi di disavanzo. Negli Stati Uniti la concomitanza di sgravi fiscali in scadenza e riduzioni generalizzate della spesa pubblica (il cosiddetto "precipizio fiscale") è stata evitata, ma al momento di andare in stampa persistono incertezze sull'impatto di altri tagli automatici del bilancio pubblico. La crescita relativamente sostenuta dei consumi e degli investimenti non è bastata a ridurre in maniera incisiva il tasso di disoccupazione, che è diminuito solo gradualmente, a circa il 7,5%. La disoccupazione ha continuato ad aumentare nell'area dell'euro, raggiungendo un nuovo massimo del 12%, mentre altrove è rimasta sostanzialmente invariata (grafico II.1, diagramma in basso a sinistra).

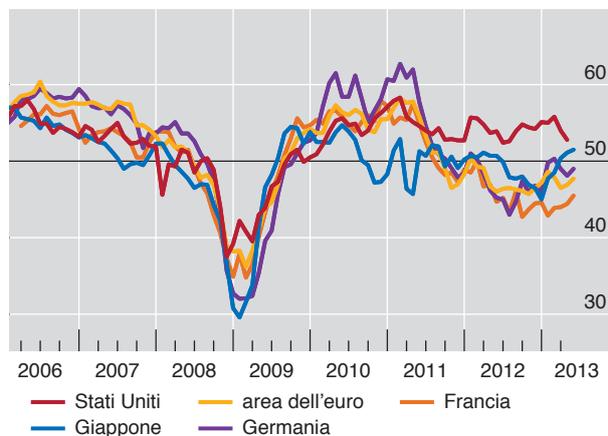
A fronte della debolezza dell'attività economica mondiale, i prezzi delle materie prime sono andati calando dallo scorso novembre, contribuendo a una riduzione delle spinte inflazionistiche globali (grafico II.1, diagramma in basso a destra). L'inflazione media nelle economie avanzate e in quelle emergenti è scesa sotto il 2 e il 4% rispettivamente. L'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche ha fornito alle banche centrali margini per incrementare il grado di espansione monetaria.

Nelle economie emergenti la crescita del PIL è diminuita al 5% nel 2012 (grafico II.1, diagramma in alto a sinistra). Gli andamenti sono stati tuttavia eterogenei nei diversi paesi. In alcuni, tra cui Filippine, Indonesia e Perù, l'espansione del PIL è rimasta robusta, grazie al vigore degli investimenti fissi e dei consumi; in altri, invece, la domanda interna è stata frenata dall'effetto ritardato degli inasprimenti delle politiche monetarie effettuati nel 2011 per contenere sia le spinte inflazionistiche sia la dinamica del mercato immobiliare nazionale. In Cina la crescita del PIL è scesa dal 9,3% del 2011 al 7,8%, a fronte di una decelerazione degli investimenti nel settore manifatturiero. In Brasile il prodotto è aumentato meno dell'1% e gli investimenti fissi lordi sono risultati particolarmente modesti nel 2012. In India l'espansione economica ha risentito del significativo rallentamento dei consumi e degli investimenti fissi.

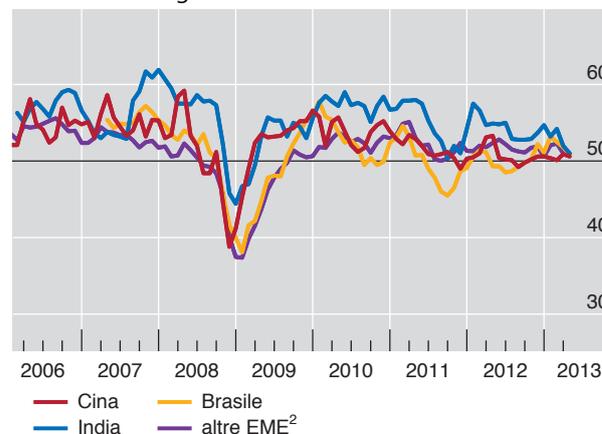
Gli indicatori ad alta frequenza dell'attività economica segnalano una ripresa disomogenea per la prima parte del 2013. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) negli Stati Uniti è migliorato tra metà 2012 e febbraio 2013 (grafico II.2, diagramma di sinistra), e anche in Giappone ha fatto registrare un aumento agli inizi del 2013. Alcuni segnali di miglioramento dell'attività economica si riscontrano altresì nelle EME (grafico II.2, diagramma di destra). L'indice PMI in Cina ha segnato un lieve rialzo da metà 2012. Nell'area dell'euro la crescente contrazione dell'attività economica sembra essere stata attenuata dall'azione delle autorità; al riguardo, si scorgono segnali incoraggianti, specie in Germania (grafico II.2, diagramma di sinistra). Tuttavia, l'indice PMI per l'insieme dell'area non è ancora tornato a superare il valore di 50, che indicherebbe un miglioramento delle condizioni dell'attività economica.

Le tensioni nel settore bancario dell'area dell'euro sono riemerse nel marzo 2013 a Cipro, portando alla ristrutturazione della maggiore banca cipriota e alla liquidazione della seconda (con perdite significative per i depositanti non assicurati),

Economie avanzate



Economie emergenti



¹ Indici dei responsabili degli acquisti nel settore manifatturiero (PMI); per gli Stati Uniti e l'area dell'euro, indice PMI composito. ² Media di Messico, Russia, Singapore, Sudafrica, Turchia (da agosto 2006) e Ungheria, ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005.

Fonte: Bloomberg.

all'imposizione di controlli temporanei sui movimenti di capitale e alla concessione di €10 miliardi di sostegno in finanziamenti ufficiali. L'effetto di contagio del salvataggio bancario cipriota è stato tuttavia contenuto e le condizioni di liquidità nei mercati sono rimaste stabili. Diversi fattori possono aver contribuito a questa reazione abbastanza morbida da parte dei mercati. Anzitutto, gli operatori hanno considerato la crisi cipriota e il relativo salvataggio bancario come casi unici e di dimensioni limitate. Inoltre, il rischio di eventi estremi è stato arginato dal mantenimento di una politica monetaria accomodante e dall'adozione di misure di sostegno da parte della BCE¹.

L'azione delle banche centrali traina i mercati finanziari

In un contesto di moderazione della crescita e delle pressioni inflazionistiche nel 2012, le banche centrali nelle economie sia avanzate sia emergenti hanno fornito nuovo stimolo all'economia. Diversi istituti centrali hanno ridotto i tassi ufficiali per controbilanciare l'impatto della caduta della domanda aggregata (grafico II.3). La BCE ha abbassato il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali allo 0,50% e a zero quello sui depositi presso la banca centrale (grafico II.3, diagramma di sinistra). I tassi di riferimento sono stati ridotti anche in altre economie avanzate (tra cui Australia e Svezia).

Nei mercati emergenti l'inasprimento della politica monetaria iniziato con la ripresa globale nel 2010 è giunto al termine. La Reserve Bank of India ha allentato l'orientamento monetario, riducendo sia il tasso sulle operazioni pronti contro termine sia il coefficiente di riserva obbligatoria, rispettivamente di 125 e 200 punti base, dall'inizio del 2012. La People's Bank of China ha abbassato i tassi di

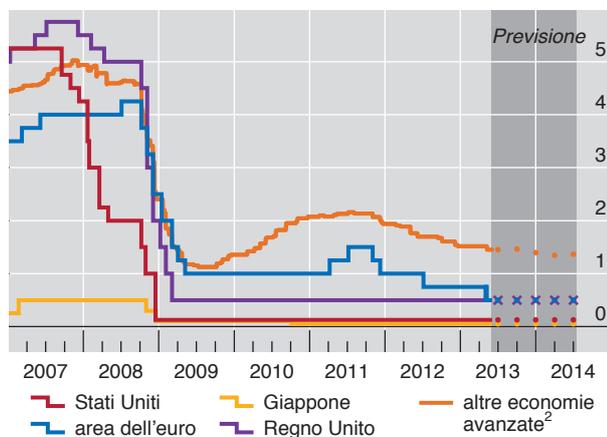
¹ Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro "Le reazioni dei mercati alla crisi bancaria cipriota", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2013.

Tassi ufficiali¹

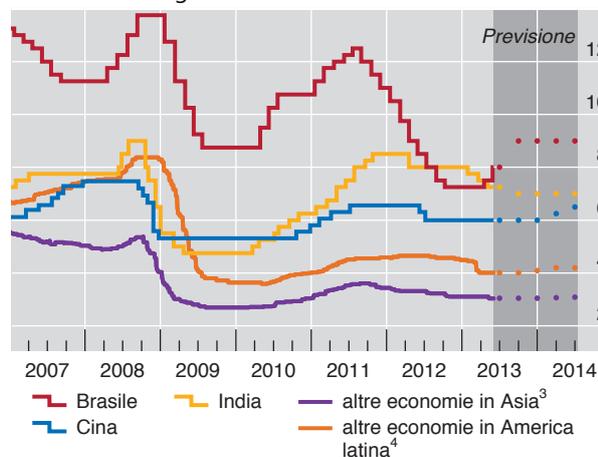
In percentuale

Grafico II.3

Economie avanzate



Economie emergenti



¹ Tasso ufficiale o alternativa più prossima; per le fasce obiettivo, punto centrale. I punti e le croci indicano le previsioni di JPMorgan Chase del 31 maggio 2013 formulate relativamente al tasso ufficiale nel giugno 2013, settembre 2013, dicembre 2013, marzo 2014 e giugno 2014. Per Norvegia, Svezia e Svizzera, previsione mediana di Bloomberg del 31 maggio 2013. I dati aggregati sono medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ² Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera. ³ Corea, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Thailandia e Taipei Cinese. ⁴ Cile, Colombia, Messico e Perù.

Fonti: Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; statistiche nazionali.

riferimento sui depositi e sui prestiti di 50 punti base, differenziando tuttavia le politiche creditizie applicate al settore immobiliare. Dall'agosto 2011 il Banco Central do Brasil ha ridotto i tassi di 500 punti base, sebbene di recente le spinte inflazionistiche interne abbiano costretto l'istituto a una parziale inversione di rotta. I tassi ufficiali sono stati tagliati anche in Messico, Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria, tra gli altri.

Altre banche centrali, i cui tassi di riferimento avevano già raggiunto la soglia zero, sono ricorse a un ventaglio sempre più ampio di strumenti innovativi per allentare ulteriormente le politiche monetarie. Negli Stati Uniti la Federal Reserve ha modificato la politica di comunicazione sulle sue intenzioni future ("forward guidance") nel dicembre 2012, impegnandosi a mantenere il tasso sui federal fund sotto lo 0,25% almeno fino a quando la disoccupazione rimarrà superiore al 6,5%, a condizione che le aspettative di inflazione restino saldamente ancorate. Nel gennaio 2013 la Bank of Japan ha introdotto un obiettivo di inflazione del 2%.

L'anno trascorso ha visto anche diversi cambiamenti nelle politiche di acquisto su vasta scala di titoli di Stato. A differenza delle precedenti tornate di acquisti, la Federal Reserve non ha fissato limiti di durata per il programma, acquistando inizialmente titoli del Tesoro USA per \$45 miliardi al mese e dichiarando che avrebbe continuato a farlo fintantoché le prospettive del mercato del lavoro non fossero sostanzialmente migliorate. L'allentamento monetario quantitativo e qualitativo della Bank of Japan mira a raddoppiare la base monetaria, incrementando l'importo di titoli di Stato giapponesi detenuti dalla banca centrale a un ritmo annuo di ¥50 trilioni, e ad allungare la scadenza media degli acquisti di obbligazioni sovrane a circa sette anni.

La BCE ha introdotto le operazioni definitive monetarie (ODM), che consentono in caso di necessità l'acquisto illimitato di titoli di Stato di un paese membro,

a condizione che quest'ultimo si impegni a un programma di aggiustamento macroeconomico. Il meccanismo intende far fronte alle gravi distorsioni di valutazione del debito sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro. Al momento di andare in stampa, le ODM non erano ancora state utilizzate.

La Federal Reserve, la Bank of Japan e la Bank of England hanno utilizzato strumenti di policy anche per agire su specifici canali di trasmissione della politica monetaria. La Federal Reserve ha ripreso ad acquistare mortgage-backed securities, mentre la Bank of Japan ha annunciato un programma di acquisti di fondi quotati di investimento azionario (ETF) e immobiliare giapponesi (J-REIT). La Bank of England e la Bank of Japan hanno introdotto rispettivamente il Funding for Lending Scheme e il Loan Support Program, che forniscono incentivi per incrementare l'offerta di credito permettendo alle banche di finanziarsi a più basso costo a fronte dell'erogazione di prestiti.

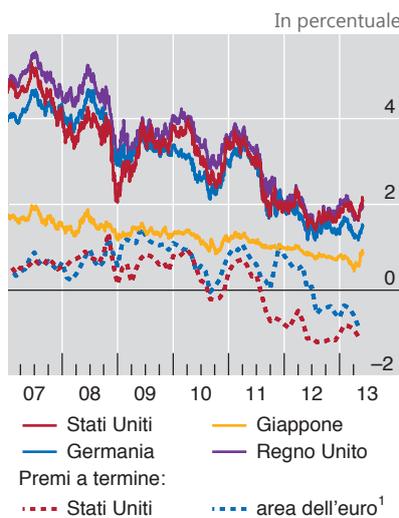
Le politiche di sostegno favoriscono i mercati finanziari

Le aspettative di tassi ufficiali bassi nel breve periodo (grafico II.3, diagramma di sinistra) e gli effetti delle nuove tornate di acquisti su vasta scala di attività finanziarie hanno inizialmente mantenuto i rendimenti dei titoli di Stato decennali sotto il 2% negli Stati Uniti, in Germania e nel Regno Unito (grafico II.4, diagramma di sinistra). Più di recente, tuttavia, i rendimenti hanno iniziato ad aumentare. Negli Stati Uniti tale andamento potrebbe ricollegarsi ai miglioramenti delle condizioni del mercato del lavoro e ai timori per l'evoluzione futura degli acquisti di attività finanziarie. In Giappone i rendimenti nominali delle obbligazioni sovrane sono inizialmente scesi sotto l'1%, ma successivamente hanno evidenziato un'accresciuta volatilità. I rendimenti reali a lungo termine sono rimasti in territorio negativo negli Stati Uniti, in Germania e nel Regno Unito (grafico II.4, diagramma centrale). In

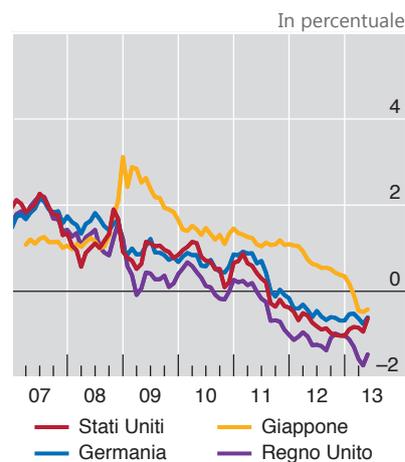
Rendimenti dei titoli di Stato e corsi azionari

Grafico II.4

Rendimenti e premi a termine per i titoli di Stato nominali a dieci anni



Rendimenti reali dei titoli di Stato decennali²



Indici dei titoli azionari di società non finanziarie



¹ Calcolati in base ai rendimenti di un paniere di titoli di Stato francesi e tedeschi. ² Rendimenti dei titoli di Stato, meno swap sull'inflazione (per la Germania, swap sull'inflazione).

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

Giappone, in seguito all'annuncio dell'obiettivo di inflazione, i rendimenti reali a lungo termine sono divenuti negativi agli inizi del 2013. Un importante fattore all'origine del calo dei rendimenti obbligazionari è stata la significativa riduzione dei premi a termine, che remunerano gli investitori per i rischi di inflazione e di variazione dei tassi reali. Ad esempio, il premio a termine sui titoli del Tesoro USA è divenuto negativo nel 2011 e ha continuato a diminuire nel 2012, raggiungendo il livello minimo da almeno 25 anni (grafico II.4, diagramma di sinistra); nell'area dell'euro il premio è divenuto negativo a metà 2012.

L'ampio sostegno delle politiche economiche nella seconda metà del 2012 ha ridotto il rischio di andamenti sfavorevoli e ha infuso rinnovato ottimismo agli operatori finanziari. Dopo aver raggiunto un massimo nel 2012, la differenza tra i tassi di interesse corrisposti sulle obbligazioni societarie con rating BBB e AAA, una proxy del differenziale tra gli emittenti più rischiosi e quelli meno rischiosi, si è ridotta di circa 100 e 200 punti base rispettivamente negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, e di recente si collocava su livelli analoghi a quelli prevalenti prima del fallimento di Lehman Brothers (grafico II.5, diagramma di sinistra).

I risk reversal del mercato azionario, una misura del rischio di ribassi basata sulle opzioni, sono significativamente diminuiti a seguito degli interventi delle banche centrali negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e nel Regno Unito. Il diagramma centrale del grafico II.5 confronta il loro livello su una finestra temporale di diversi

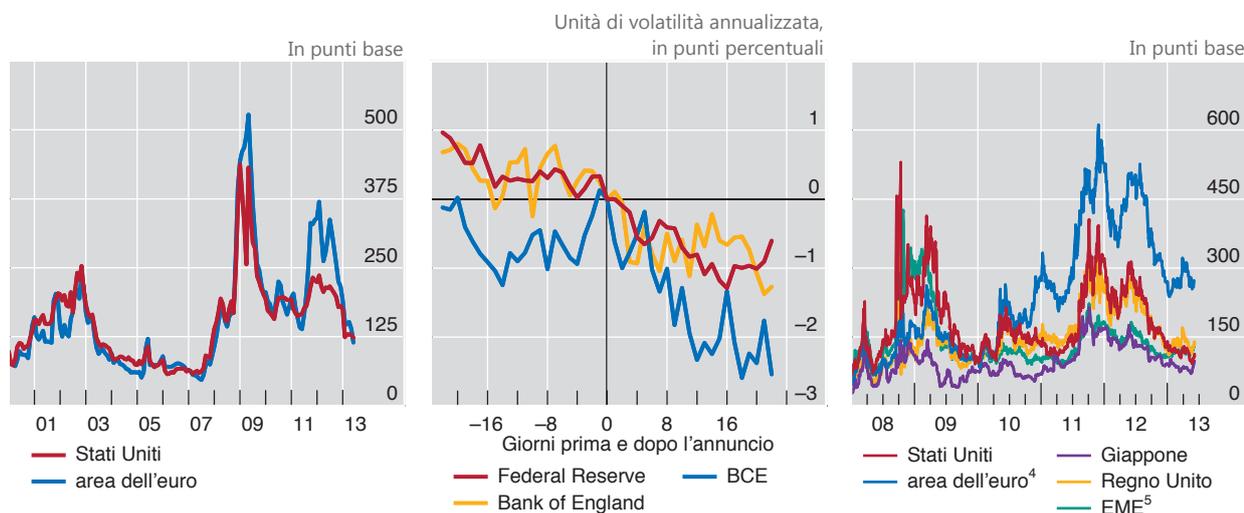
Indicatori dei premi per il rischio

Grafico II.5

Spread sulle obbligazioni societarie: BBB-AAA¹

Reazione media dei risk reversal azionari agli annunci delle banche centrali²

Premi sui CDS bancari³



¹ Differenza fra i tassi obbligazionari corrisposti dalle imprese quotate BBB e AAA. ² Risk reversal con delta 25, normalizzati a 0 nei giorni di annuncio in base alle differenze fra i giorni prima e dopo gli annunci e il giorno dell'annuncio. Per la Federal Reserve, risk reversal relativo all'indice S&P 500; per la Bank of England, risk reversal relativo all'indice FTSE 100; per la BCE, risk reversal relativo all'indice DJ EURO STOXX 50. Annunci e dichiarazioni: per la Federal Reserve, 25 novembre 2008, 1° dicembre 2008, 16 dicembre 2008, 28 gennaio 2009, 18 marzo 2009, 10 agosto 2010, 27 agosto 2010, 21 settembre 2010, 15 ottobre 2010, 3 novembre 2010, 9 agosto 2011, 21 settembre 2011, 25 gennaio 2012, 20 giugno 2012, 1° agosto 2012, 31 agosto 2012, 13 settembre 2012 e 12 dicembre 2012; per la Bank of England, 19 gennaio 2009, 11 febbraio 2009, 5 marzo 2009, 7 maggio 2009, 6 agosto 2009, 5 novembre 2009, 4 febbraio 2010, 6 ottobre 2011, 9 febbraio 2012 e 5 luglio 2012; per la BCE, 8 dicembre 2011, 21 dicembre 2011, 29 febbraio 2012, 26 luglio 2012 e 6 settembre 2012. ³ Spread dei credit default swap (CDS) on-the-run a cinque anni in dollari USA; media semplice di un campione di banche. ⁴ Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. ⁵ Brasile, Cina e Singapore.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Markit; elaborazioni BRI.

giorni prima e dopo la data dell'annuncio chiave (normalizzato a zero)². Benché più lenta, la reazione agli annunci delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre anni e delle ODM della BCE ha concorso in misura significativa a ridurre le percezioni del rischio di una ingente flessione del mercato azionario. Nella seconda metà del 2012 l'introduzione delle ODM ha determinato anche una considerevole riduzione dei premi sui credit default swap (CDS) bancari, non solo nell'area dell'euro ma anche a livello internazionale (grafico II.5, diagramma di destra). Come nel caso degli annunci della BCE, la reazione dei risk reversal del mercato azionario al nuovo obiettivo di stabilità dei prezzi della Bank of Japan e al suo programma di allentamento monetario quantitativo e qualitativo è stata parimenti significativa. Beneficiando sia dell'ulteriore distensione delle politiche monetarie sia della riduzione dei rischi percepiti, i mercati azionari delle economie avanzate ed emergenti hanno guadagnato circa il 25 e il 10% rispettivamente con riferimento ai minimi del 2012 (grafico II.4, diagramma di destra). Ciò nonostante, la recente volatilità dei mercati azionari evidenzia la fragilità del clima di investimento di fronte alla persistente incertezza riguardo alla ripresa dell'economia reale.

Le condizioni creditizie nei vari paesi rimangono disomogenee

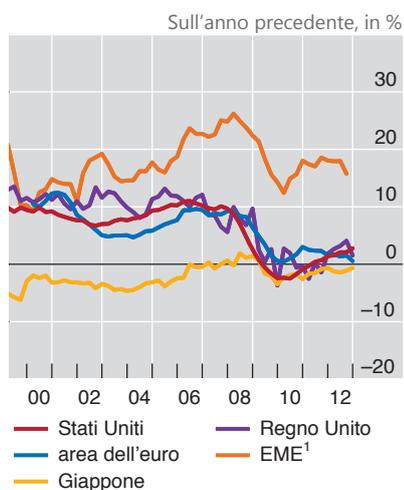
Le condizioni creditizie sono risultate molto diverse tra i vari paesi. Il grafico II.6 (diagramma di sinistra) mostra che nel 2012, in un contesto di tassi di interesse in calo e di rafforzamento della domanda interna, il credito totale (prestiti bancari e obbligazioni) al settore privato non finanziario è cresciuto a un ritmo superiore al 15% nelle EME. Con riferimento alle principali economie avanzate, il credito ha registrato un'espansione moderata negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre ha continuato a decelerare nell'area dell'euro ed è leggermente calato in Giappone.

Negli Stati Uniti l'indagine sul credito bancario (Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices) ha rilevato un allentamento netto dei criteri applicati dalle banche nella concessione di prestiti commerciali e industriali alle imprese (grafico II.6, diagramma centrale) e una riduzione del margine tra i tassi attivi e i costi di provvista degli istituti bancari. Nel Regno Unito, dopo un periodo di inasprimento, le banche hanno iniziato ad allentare le condizioni di offerta del credito alle imprese in seguito all'introduzione del Funding for Lending Scheme nella seconda metà del 2012. Tuttavia, la maggiore disponibilità di credito al settore privato britannico è riconducibile principalmente alle fonti di finanziamento non bancarie. Le emissioni obbligazionarie nette da parte di società non finanziarie sono pressoché raddoppiate nel 2012 rispetto alla media dei cinque anni precedenti (grafico II.6, diagramma di destra).

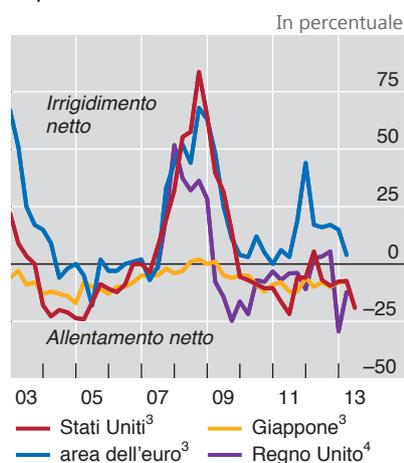
La minore espansione del credito nell'area dell'euro ha rispecchiato non soltanto la debolezza della domanda, ma anche le condizioni relativamente restrittive dell'offerta di prestiti bancari. I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro indicavano un irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese (grafico II.6, diagramma centrale). Nella seconda metà del 2012 tale irrigidimento era prevalentemente attribuito al pessimismo circa le prospettive economiche, che ha condizionato in modo particolare le banche dei paesi periferici dell'area dell'euro. Per contro l'allentamento delle tensioni nei mercati del debito sovrano e la riduzione del rischio percepito hanno avuto un impatto positivo sulle emissioni nette di obbligazioni societarie (grafico II.6, diagramma di destra).

² Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro "Le percezioni del rischio di eventi estremi in prossimità degli annunci di misure non convenzionali di politica monetaria", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2013.

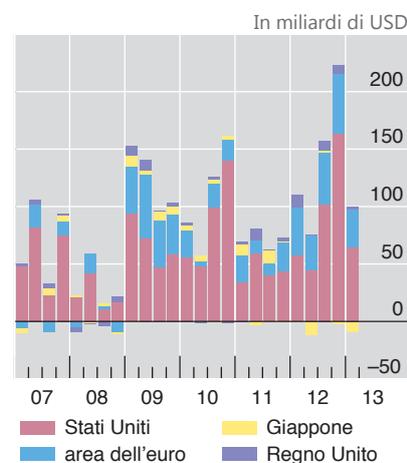
Credito totale al settore privato non finanziario



Indagini sul credito: prestiti alle imprese²



Emissioni nette di obbligazioni di società non finanziarie⁵



¹ Media di Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria, ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005. ² Per gli Stati Uniti, prestiti alle imprese di dimensioni medio-grandi; per il Regno Unito, prestiti a tutte le imprese; per l'area dell'euro e il Giappone, prestiti alle imprese di grandi dimensioni. ³ Differenza fra la quota di banche che segnalano di aver irrigidito i criteri di concessione del credito ("hanno registrato un notevole irrigidimento" o "hanno registrato un moderato irrigidimento") e la quota delle banche che segnalano di aver allentato i criteri di concessione del credito ("hanno registrato un notevole allentamento" o "hanno registrato un moderato allentamento"). Un saldo netto positivo indica un irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito. ⁴ Differenza fra la percentuale ponderata delle banche che segnalano un irrigidimento dei criteri di concessione del credito, e quella delle banche che segnalano un allentamento delle condizioni del credito (ponderazione basata sulle corrispondenti quote di mercato). Un saldo netto ponderato positivo indica un irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito. ⁵ Definite come emissioni perfezionate meno rimborsi.

Fonti: BCE; Federal Reserve; Datastream; Dealogic; stime BRI.

In Giappone, sebbene le condizioni di offerta del credito siano rimaste accomodanti, il credito totale al settore privato non finanziario è lievemente diminuito nel 2012 (e ha ristagnato in termini reali). Tuttavia, i dati per il primo trimestre 2013 indicano un'espansione del credito bancario, dovuta principalmente alla maggiore domanda delle imprese connessa con il fabbisogno di capitale circolante e di finanziamenti per operazioni di fusione e acquisizione.

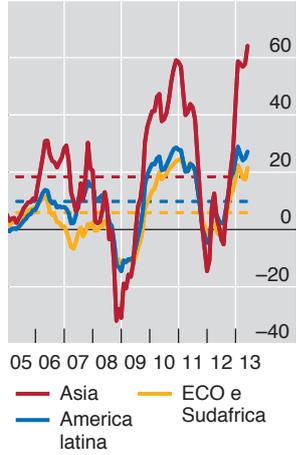
Le ripercussioni finanziarie a livello mondiale

L'allentamento delle politiche monetarie ha contribuito a sostenere l'attività nelle economie avanzate, ma potrebbe aver avuto ripercussioni finanziarie significative su altri paesi³. La considerevole flessione dei rendimenti dei titoli di Stato in numerose economie avanzate ha probabilmente incoraggiato l'afflusso di capitali verso le economie emergenti in più rapida espansione, nonché verso quelle avanzate di minori dimensioni, esercitando pressioni al rialzo sulle loro valute. Dall'inizio del 2013 gli afflussi netti di capitali sono sensibilmente aumentati, soprattutto verso l'Asia emergente (grafico II.7, primo diagramma), eguagliando il

³ Cfr. J. Caruana, "International monetary policy interactions: challenges and prospects", intervento alla conferenza CEMLA-SEACEN sul tema "The role of central banks in macroeconomic and financial stability: the challenges in an uncertain and volatile world", Punta del Este, Uruguay, 16 novembre 2012.

Afflusso netto annuo verso fondi dei mercati emergenti¹

Somma mobile di un anno, in miliardi di USD



Rendimenti obbligazionari²

In percentuale



Tasso di cambio effettivo reale³

2000-07 = 100



Competitività nell'area dell'euro⁵

2000-07 = 100



¹ Somma per i mercati azionari e obbligazionari delle principali economie in ciascuna regione indicata. Flussi netti per investimenti di portafoglio (depurati degli effetti di cambio) verso fondi specializzati in singole EME o fondi per i quali è disponibile una scomposizione per paesi o quantomeno per regioni. Le linee tratteggiate corrispondono alla media del periodo indicato. ECO = Europa centrale e orientale. ² Indici di Bank of America Merrill Lynch: per i titoli di Stato delle EME, Emerging Markets External Debt Sovereign Index; per i titoli del Tesoro USA, US Treasury Master Index; per le obbligazioni societarie delle EME, Emerging Markets Corporate Plus Index. ³ In termini di prezzi al consumo relativi; un aumento denota un apprezzamento nei confronti di un paniere ampio di valute. ⁴ Media semplice del dollaro australiano e del dollaro canadese. ⁵ Indicatore di competitività armonizzato in termini reali elaborato dalla BCE sulla base del tasso di cambio effettivo rispetto ai principali partner commerciali e agli altri paesi dell'area dell'euro, deflazionato utilizzando il costo del lavoro per unità di prodotto. Un aumento denota una riduzione della competitività di costo. ⁶ Media semplice di Grecia, Irlanda e Portogallo.

Fonti: BCE; Bank of America Merrill Lynch; EPFR; BRI.

precedente massimo di fine 2010. La crescente domanda di obbligazioni dei mercati emergenti ha fatto scendere il corrispondente differenziale di rendimento rispetto ai titoli del Tesoro USA di oltre 1 punto percentuale lo scorso anno (grafico II.7, secondo diagramma).

Considerati l'alto grado di accomodamento delle politiche monetarie nelle economie avanzate, la debole domanda esterna e il ritorno di significativi flussi di capitali, negli ultimi mesi si è assistito a un aumento delle preoccupazioni per le oscillazioni dei tassi di cambio. Tra settembre 2012 e maggio 2013 il tasso di cambio effettivo reale giapponese si è deprezzato di oltre il 20%, tornando al livello del 2007. Se valutato nell'arco dell'ultimo decennio, tale deprezzamento è simile a quello registrato dagli Stati Uniti (grafico II.7, terzo diagramma). Per contro, i tassi di cambio effettivi reali della Cina e di paesi produttori di materie prime come Australia e Canada si sono apprezzati di circa il 25% rispetto alla media pre-crisi (2000-07). In questo contesto di ampie fluttuazioni dei tassi di cambio, i Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali del G20 hanno dichiarato l'impegno a non prendere a obiettivo i tassi di cambio a scopi competitivi⁴.

Il tasso di cambio effettivo reale dell'area dell'euro si colloca intorno alla sua media pre-crisi. All'interno dell'area, i tassi di cambio reali basati sui costi unitari

⁴ Cfr. la dichiarazione del 16 febbraio 2013 all'indirizzo <http://www.g20.org/load/781209773>.

Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali

In miliardi di dollari USA

Tabella II.1

	Ai tassi di cambio correnti						Per memoria: stock in essere (dicembre 2012)
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Mondo	1 451	642	819	1 100	940	746	10 950
Economie avanzate ¹	99	61	83	194	269	195	2 232
Stati Uniti	5	4	1	2	-0	-2	50
Area dell'euro	19	-1	-8	13	1	12	220
Giappone	73	55	-7	39	185	-28	1 194
Svizzera	7	0	47	126	54	197	468
Asia	695	410	715	651	424	239	5 351
Cina	462	418	453	448	334	130	3 312
Corea	23	-61	65	22	11	19	317
Filippine	10	3	4	16	12	6	72
Hong Kong SAR	19	30	73	13	17	32	317
India	96	-20	12	9	-5	-1	262
Indonesia	14	-5	11	29	14	2	106
Malaysia	19	-10	2	9	27	6	135
Singapore	27	11	12	38	12	21	257
Taipei Cinese	4	21	56	34	4	18	403
Thailandia	20	23	25	32	-0	6	171
America latina ²	127	42	25	81	97	51	694
Argentina	14	0	-1	4	-7	-3	37
Brasile	94	13	39	49	63	19	362
Cile	-3	6	1	2	14	-0	40
Messico	11	8	0	21	23	16	153
Venezuela	-5	9	-15	-8	-3	-0	6
ECO ³	42	6	13	14	3	15	275
Medio Oriente ⁴	108	150	-29	50	88	151	817
Russia	171	-56	-5	27	8	32	473
<i>Per memoria: paesi esportatori di petrolio⁵</i>	331	144	-62	107	141	222	1 785

¹ Paesi elencati più Australia, Canada, Danimarca, Islanda, Nuova Zelanda, Regno Unito e Svezia. ² Paesi elencati più Colombia e Perù. ³ Europa centrale e orientale: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. ⁴ Arabia Saudita, Kuwait, Libia e Qatar. ⁵ Algeria, Angola, Kazakistan, Messico, Nigeria, Norvegia, Russia, Venezuela e Medio Oriente.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; Datastream; statistiche nazionali.

del lavoro indicano che la Germania evidenzia ancora un notevole vantaggio competitivo rispetto alla media pre-crisi, anche se dal 2008 Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna hanno sensibilmente ridotto il divario rispetto alla Germania (grafico II.7, ultimo diagramma). Francia e Italia, invece, non hanno registrato nello stesso periodo alcun miglioramento della competitività rispetto alla Germania.

Per alcuni paesi gli interventi ufficiali nei mercati valutari possono rappresentare un importante strumento per contrastare le pressioni al rialzo sui cambi e controbilanciare l'impatto dei flussi di capitali. Nel 2012 le riserve valutarie mondiali hanno raggiunto il massimo storico di oltre \$10 trilioni (tabella II.1). Le economie con regimi di cambio fisso (ad esempio Hong Kong SAR e i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente) hanno continuato ad accumulare riserve a un ritmo sostenuto. Altri paesi, come la Corea, il Messico e soprattutto la Svizzera, hanno parimenti incrementato in misura notevole le proprie riserve.

In aggiunta agli interventi diretti, sono state utilizzate anche misure indirette per gestire le ricadute dei bassi tassi di interesse nelle economie avanzate⁵. In particolare, negli ultimi anni alcune EME hanno adottato provvedimenti qualificabili sia come macroprudenziali (volti a fronteggiare il rischio sistemico nel settore finanziario), sia di gestione dei flussi di capitali (volti a influenzare gli afflussi di capitali e quindi il tasso di cambio).

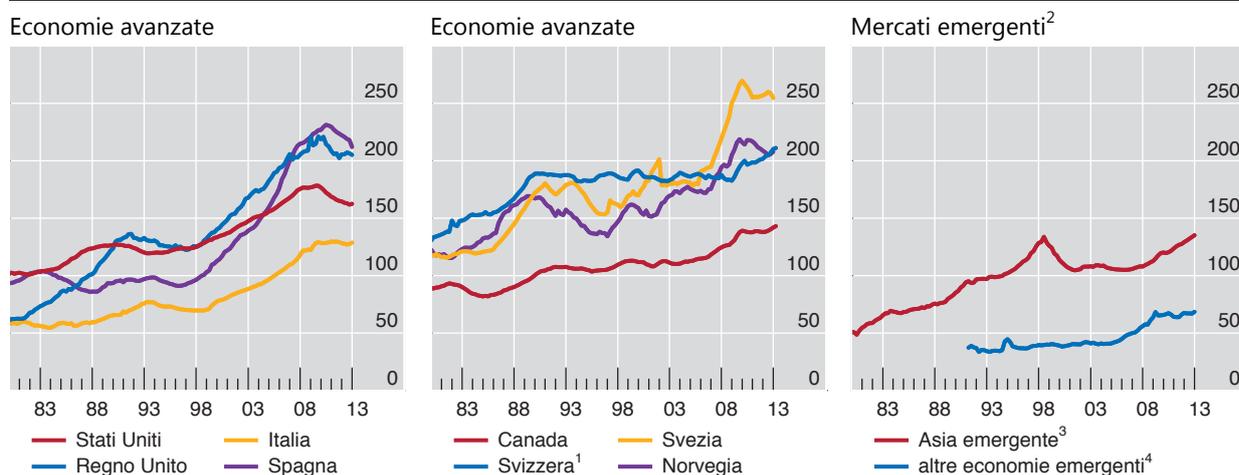
Il debito del settore privato non finanziario rimane elevato

A seguito sia del boom finanziario che ha preceduto la crisi, sia dei bassi tassi di interesse prevalenti da allora, l'indebitamento del settore privato non finanziario (famiglie e imprese non finanziarie) rimane elevato⁶. Durante il boom alcune economie avanzate si sono caratterizzate per un significativo accumulo di debito e un'allocazione distorta delle risorse. In tali paesi il rapporto tra debito del settore privato non finanziario e PIL rimane prossimo ai massimi storici (grafico II.8,

Debito del settore privato non finanziario

In percentuale del PIL

Grafico II.8



¹ A partire dal 1° trimestre 2011 il debito totale del settore privato non finanziario è approssimato utilizzando il credito bancario al settore privato non finanziario. ² Medie semplici. ³ Cina (dal 4° trimestre 1987), Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia (dal 4° trimestre 1991), Singapore (dal 1° trimestre 1991) e Thailandia. ⁴ Argentina, Brasile (dal 4° trimestre 1994), Messico, Polonia (dal 1° trimestre 1992), Repubblica Ceca (dal 3° trimestre 1994), Russia (dal 2° trimestre 1995), Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; OCSE; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

⁵ Cfr. "The influence of external factors on monetary policy frameworks and operations", *BIS Papers*, n. 57, ottobre 2011.

⁶ Per un'analisi del debito e della sostenibilità delle finanze pubbliche, cfr. il Capitolo IV.

diagramma di sinistra), poiché la debolezza della crescita ha ostacolato il risanamento dei bilanci⁷. In altre economie avanzate meno colpite dalla crisi, il livello globalmente basso dei tassi di interesse dopo la crisi ha favorito un notevole incremento del rapporto tra debito privato e PIL (grafico II.8, diagramma centrale). Nell'Asia emergente il debito privato in relazione al PIL rimane in media inferiore ai livelli delle economie avanzate, ma sta tendendo verso il massimo raggiunto prima della crisi finanziaria asiatica degli ultimi anni novanta (grafico II.8, diagramma di destra).

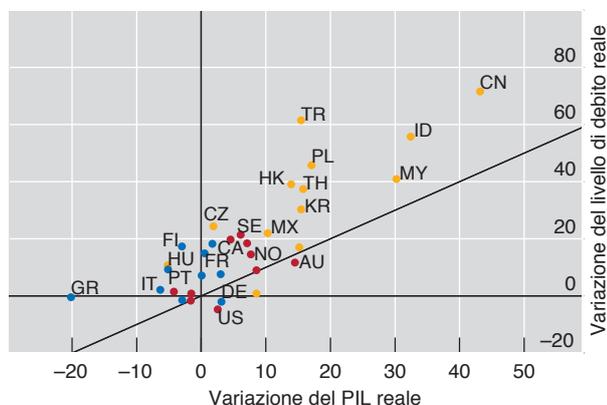
Le differenze tra paesi possono essere osservate anche nel diagramma di sinistra del grafico II.9, che illustra la crescita del PIL rispetto a quella del debito in termini reali nel periodo 2007-12 per 33 economie avanzate ed emergenti. La bisettrice divide i paesi in due gruppi: la vasta maggioranza (27), situata sopra la linea, ha registrato un incremento del rapporto tra debito privato e PIL dalla crisi finanziaria globale. All'interno di questo gruppo, un elevato numero di paesi (prevalentemente dell'area dell'euro) si situa a sinistra dell'asse verticale ed è caratterizzato da un incremento del rapporto dovuto almeno in parte a un calo dell'attività economica. All'estremo opposto si collocano i paesi (perlopiù economie emergenti, ma anche economie avanzate minori) che hanno risentito in misura meno significativa della crisi e hanno accumulato debito a un ritmo più sostenuto rispetto all'incremento del PIL.

Debito del settore privato non finanziario, PIL e prezzi immobiliari¹

Variazioni percentuali, 2007-12

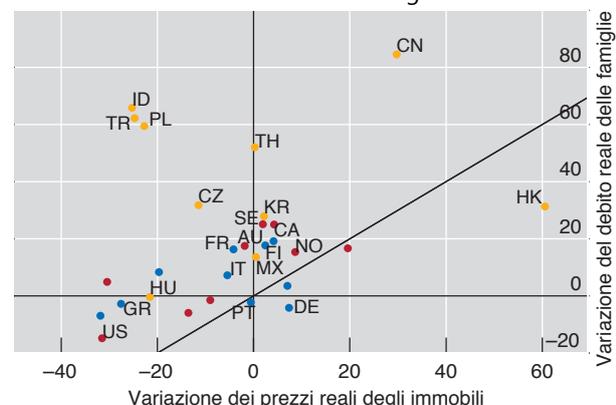
Grafico II.9

PIL e debito



● economie avanzate² ● paesi dell'area dell'euro³ ● EME⁴

Prezzi immobiliari e debito delle famiglie



● economie avanzate^{2,5} ● paesi dell'area dell'euro³ ● EME^{4,6}

AU = Australia; CA = Canada; CN = Cina; CZ = Repubblica Ceca; DE = Germania; FI = Finlandia; FR = Francia; GR = Grecia; HK = Hong Kong SAR; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IT = Italia; KR = Corea; MX = Messico; MY = Malaysia; NO = Norvegia; PL = Polonia; PT = Portogallo; SE = Svezia; TH = Thailandia; TR = Turchia; US = Stati Uniti.

¹ La linea continua rappresenta la bisettrice. I dati sono deflazionati in base al deflatore del PIL. Per la Svizzera, il debito totale del settore privato non finanziario e il debito delle famiglie sono approssimati a partire dal 1° trimestre 2011 utilizzando il credito bancario al settore privato non finanziario. ² Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. ³ Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. ⁴ Cina, Corea, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Messico, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. ⁵ Esclusa la Nuova Zelanda. ⁶ Esclusi Malaysia, Russia e Sudafrica.

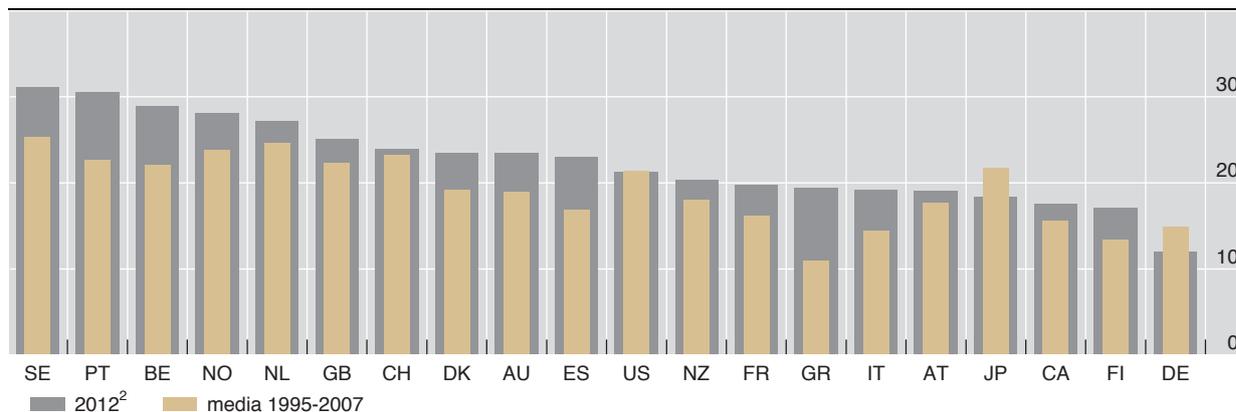
Fonti: BCE; FMI, *International Financial Statistics*; OCSE; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

⁷ Cfr. J. Caruana, "Central banking in a balance sheet recession", osservazioni in occasione della conferenza del Board of Governors del Federal Reserve System sul tema "Central banking: before, during and after the crisis", Washington, 23-24 marzo 2012.

Incidenza del servizio del debito del settore privato non finanziario¹

In percentuale del PIL

Grafico II.10



AT = Austria; AU = Australia; BE = Belgio; CA = Canada; CH = Svizzera; DE = Germania; DK = Danimarca; ES = Spagna; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Regno Unito; GR = Grecia; IT = Italia; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; NO = Norvegia; NZ = Nuova Zelanda; PT = Portogallo; SE = Svezia; US = Stati Uniti.

¹ Definita come somma dei pagamenti per interessi e dei rimborsi in conto capitale, divisa per il PIL. ² Fine 2012 o ultimi dati disponibili.

Fonti: Reserve Bank of Australia; BCE; Federal Reserve; FMI, *International Financial Statistics*; OCSE; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Vari studi dimostrano che uno scostamento del rapporto debito/PIL dal proprio trend costituisce una potenziale fonte di vulnerabilità, specie se accompagnato da forti aumenti dei prezzi delle attività⁸. Il diagramma di destra del grafico II.9 illustra la variazione dei prezzi reali degli immobili residenziali rispetto alla variazione del debito reale delle famiglie nel periodo 2007-12. La maggior parte dei paesi si situa sopra la bisettrice: il debito delle famiglie è aumentato a un ritmo maggiore dei prezzi degli immobili e in alcuni paesi, come Indonesia, Polonia e Turchia, tali prezzi sono addirittura diminuiti, mentre il debito delle famiglie registrava una crescita sostenuta.

Una variazione significativa del rapporto debito/PIL può indicare sia una condizione di eccessivo indebitamento (debt overhang) sia un accumulo di rischi finanziari, ma siffatta valutazione della sostenibilità del debito non tiene conto delle condizioni di politica monetaria. Di conseguenza, è utile analizzare l'incidenza del servizio del debito, definita come l'ammontare dei pagamenti per interessi e dei rimborsi in conto capitale diviso per il PIL. Lo scostamento dell'incidenza del servizio del debito dalla sua media storica si è dimostrato essere un buon indicatore anticipatore della gravità delle recessioni e un segnale precoce di allerta per le crisi bancarie⁹.

Le barre grigie nel grafico II.10 illustrano l'incidenza del servizio del debito privato a fine 2012. Per la maggior parte delle economie riportate (17 su 20), l'incidenza del servizio del debito risulta superiore alla media del 1995-2007 (barre

⁸ Cfr. ad esempio C. Borio e P. Lowe, "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", *BIS Working Papers*, n. 114, luglio 2002.

⁹ Cfr. M. Drehmann e M. Juselius, "I costi per il servizio del debito influiscono sulla stabilità macroeconomica e finanziaria?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012 (versione integrale disponibile solo in inglese). Le EME sono escluse dall'analisi in ragione del loro diverso stadio di sviluppo finanziario.

marroni). Tra le economie avanzate, l'incidenza maggiore è riscontrabile in Svezia, dove supera di 6 punti percentuali la media di lungo periodo. I paesi periferici dell'area dell'euro hanno parimenti registrato aumenti significativi dell'incidenza del servizio del debito. Le stime indicano ad esempio che, ai tassi di interesse *correnti*, l'incidenza del servizio del debito in Grecia e in Portogallo supera di circa 8 punti percentuali la media storica. All'estremo opposto, l'incidenza del servizio del debito in Giappone è inferiore di circa 3 punti percentuali alla media di lungo periodo. Negli Stati Uniti, in parte per effetto della notevole riduzione del debito delle famiglie (cfr. grafico II.9, diagramma di destra), l'incidenza è prossima alla sua media storica.

Gli scostamenti dell'incidenza del servizio del debito nel 2012 dalla media per il 1995-2007, illustrati dalla differenza tra le barre grigie e quelle marroni, dipendono dal livello *corrente* dei tassi di interesse. Tuttavia, questi ultimi sono attualmente di gran lunga inferiori ai livelli storici nella maggior parte dei paesi. È pertanto possibile che il fabbisogno di riduzione del debito sia maggiore e che il processo di deleveraging in numerosi paesi sia destinato a durare a lungo.

Riepilogo

Nonostante l'ulteriore allentamento delle politiche monetarie durante l'anno trascorso e il miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari, al momento di andare in stampa i segnali di ripresa sono ancora disomogenei. In presenza di una crescita debole e di riforme strutturali insufficienti, permangono rischi di un improvviso deterioramento del clima di mercato. Più in generale, la necessità di risanare i bilanci continua a rallentare la crescita e a essere fonte di vulnerabilità per molte economie avanzate. Considerato il livello persistentemente basso dei tassi di interesse nelle economie avanzate, vi è inoltre il rischio che nel medio periodo si accumulino squilibri finanziari nelle economie emergenti. In questo contesto è probabile che le possibilità di stimolare ulteriormente la domanda mediante la politica monetaria siano limitate. Il Capitolo III analizza il ruolo delle riforme strutturali nel rilancio della crescita economica.

