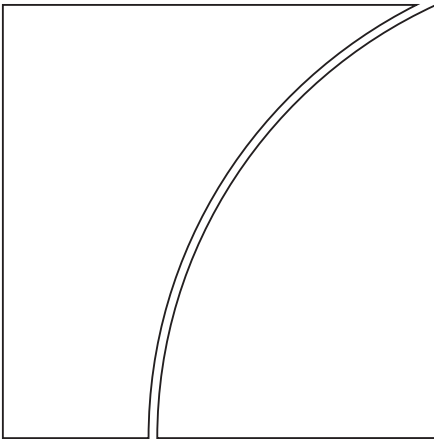




BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI



84^a Relazione annuale

1° aprile 2013–31 marzo 2014

Basilea, 29 giugno 2014



Disponibile sul sito internet della BRI (www.bis.org/publ/arpdf/ar2014_it.htm).

Pubblicata anche in francese, inglese, spagnolo e tedesco.

© *Banca dei Regolamenti Internazionali 2014. Tutti i diritti riservati.*
Sono consentite la riproduzione e la traduzione di brevi parti del testo,
purché sia citata la fonte.

ISSN 1021-2507 (stampa)

ISSN 1682-7732 (online)

ISBN 978-92-9131-539-0 (stampa)

ISBN 978-92-9131-540-6 (online)

Indice

Lettera di presentazione	1
Presentazione dei capitoli a contenuto economico	3
I. Alla ricerca di una nuova bussola	7
L'economia mondiale: il punto della situazione	8
L'economia mondiale attraverso la lente del ciclo finanziario	11
La recessione patrimoniale e le sue conseguenze	11
I rischi macroeconomici e finanziari attuali	13
Le sfide per le politiche economiche	15
Le sfide a breve termine: cosa fare nell'immediato?	15
Le sfide nel più lungo periodo: adeguare l'impostazione delle politiche	19
Conclusioni	22
II. I mercati finanziari internazionali sotto l'incantesimo della politica monetaria	25
L'anno in rassegna: un percorso accidentato alla ricerca di rendimento	25
Le economie emergenti sono colpite da brusche inversioni di rotta	29
Riquadro II.A – Le determinanti dei recenti deprezzamenti valutari nelle EME	32
Le banche centrali lasciano il segno sui mercati finanziari	33
I mercati finanziari ossessionati dalla politica monetaria	34
Riquadro II.B – L'ondata di vendite del 2013 nel mercato dei titoli del Tesoro USA in una prospettiva storica	35
I bassi costi di finanziamento e la volatilità contenuta incoraggiano la ricerca di rendimento	38
III. Crescita e inflazione: determinanti e prospettive	45
La crescita: andamenti recenti e trend di medio periodo	46
Una ripresa più vigorosa ma ancora disomogenea	46
L'ombra lunga della crisi finanziaria	48
Riquadro III.A – La ripresa da una recessione patrimoniale	50
Riquadro III.B – La misurazione delle perdite in termini di prodotto a seguito di una recessione patrimoniale	52
L'inflazione: determinanti interne e internazionali	54
Un migliore ancoraggio delle aspettative di inflazione?	56

Riquadro III.C – La misurazione del prodotto potenziale e del grado di sottoutilizzo della capacità produttiva	57
Una maggiore incidenza dei fattori internazionali?	58
Investimenti e produttività: una prospettiva di lungo periodo	61
L'indebolimento tendenziale della crescita della produttività	64
IV. Il debito e il ciclo finanziario nazionali e mondiali	71
Il ciclo finanziario: una breve introduzione	72
Riquadro IV.A – La misurazione del ciclo finanziario	74
In quale fase del ciclo finanziario si trovano i paesi?	75
Le determinanti del ciclo finanziario nel contesto attuale	77
La liquidità mondiale e le politiche nazionali alimentano i boom del credito	78
Rischi e necessità di aggiustamento	80
Gli indicatori segnalano il rischio di dissesto finanziario	81
Il ritorno a livelli di debito sostenibili	86
Riquadro IV.B – La stima degli indici del servizio del debito	89
V. La politica monetaria pena a ritrovare la normalità	93
Evoluzione recente delle politiche monetarie	93
Riquadro V.A – La forward guidance in presenza di tassi ufficiali alla soglia zero	97
Le principali sfide per la politica monetaria	100
Scarsa efficacia della politica monetaria	100
Riquadro V.B – L'efficacia della politica monetaria dopo una recessione patrimoniale .	102
Ripercussioni internazionali delle politiche monetarie	102
Riquadro V.C – L'impatto della politica monetaria USA sui tassi ufficiali nelle EME:	
evidenze dalle regole di Taylor	105
Disinflazione inattesa e rischi di deflazione	106
Riquadro V.D – I costi della deflazione: gli insegnamenti dell'esperienza storica	108
Normalizzazione delle politiche	109
VI. Il sistema finanziario a un crocevia	115
Panoramica delle tendenze	115
Settore bancario	116
Riquadro VI.A – La riforma della regolamentazione: novità e attuazione	117
Riquadro VI.B – Trattamento prudenziale delle esposizioni delle banche	
nei confronti di soggetti sovrani	121
Settore assicurativo	122
Credito bancario e finanziamento sul mercato dei capitali	123
Aggiustamenti strutturali nel settore finanziario	125
Cambiamenti nei modelli di business	125
Evoluzione dell'attività bancaria internazionale	127
L'ascesa del settore dell'asset management	128
Riquadro VI.C – Il finanziamento degli investimenti infrastrutturali	130
Qual è la reale solidità delle banche?	131
Le banche in una fase di ripresa dalla crisi	131
Le banche a uno stadio avanzato di boom finanziario	134
Riquadro VI.D – L'efficacia degli strumenti prudenziali anticiclici	136

Organigramma della BRI al 31 marzo 2014	142
La BRI: missione, attività, governance e risultati finanziari	143
Banche centrali membri della BRI	182
Consiglio di amministrazione	184
Situazioni dei conti	189
Relazione del revisore indipendente	263
Rappresentazione grafica delle dinamiche degli ultimi cinque anni	264

Grafici

I.1	I livelli del debito continuano ad aumentare	10
II.1	La politica monetaria accomodante nelle economie avanzate comprime i rendimenti obbligazionari	26
II.2	L'accomodamento monetario alimenta l'assunzione di rischio	27
II.3	L'ondata di vendite nel mercato obbligazionario provoca un temporaneo inasprimento finanziario	28
II.4	Le tensioni nei mercati finanziari si trasmettono alle economie emergenti	30
II.5	Le economie emergenti reagiscono alle pressioni del mercato	31
II.6	I tassi di interesse USA mostrano i primi segni di normalizzazione	37
II.7	Le notizie relative alla politica monetaria USA innescano nuove valutazioni	38
II.8	È intensa l'attività di emissione nei segmenti a più basso rating del mercato ..	39
II.9	Gli spread creditizi si assottigliano malgrado la debolezza della crescita	40
II.10	Le valutazioni azionarie aumentano mentre la volatilità e i premi al rischio calano	41
II.11	La volatilità delle principali categorie di attività si avvicina ai minimi storici ...	42
III.1	Le economie avanzate stanno trainando la ripresa della crescita mondiale	46
III.2	L'espansione del credito nelle EME è ancora vigorosa	48
III.3	La ripresa del prodotto e della produttività è stata lenta e disomogenea	49
III.4	Il risanamento dei conti pubblici nelle economie avanzate è ancora incompiuto	54
III.5	L'inflazione è rimasta contenuta a livello mondiale	55
III.6	Le curve di Phillips dei prezzi e dei salari si sono appiattite nelle economie avanzate	56
III.7	L'inflazione è un fenomeno mondiale	60
III.8	L'inflazione interna è influenzata dalla capacità inutilizzata a livello mondiale ..	61
III.9	I trend degli investimenti divergono	63
III.10	La crescita della produttività e la popolazione in età lavorativa sono in calo ...	65
IV.1	I picchi dei cicli finanziari coincidono di norma con delle crisi	73
IV.2	A che stadio del ciclo finanziario si trovano i paesi?	76
IV.3	Processo disomogeneo di riduzione dell'indebitamento dopo la crisi	78
IV.4	I bassi rendimenti nelle economie avanzate spingono i capitali verso le economie emergenti	79
IV.5	I bassi tassi ufficiali si accompagnano a boom del credito	80
IV.6	Le economie emergenti di fronte a nuovi profili di rischio	84
IV.7	L'influsso degli andamenti demografici sui prezzi delle abitazioni passa da negativo a positivo	87
IV.8	La sostenibilità del debito presuppone una riduzione dell'indebitamento nel mondo intero	88
IV.9	Gli oneri per il servizio del debito sono probabilmente destinati a salire	91
V.1	La politica monetaria rimane globalmente molto accomodante	94
V.2	Nelle economie avanzate maggiori i tassi ufficiali restano bassi e le attività delle banche centrali elevate	95
V.3	Nelle economie avanzate minori l'inflazione è inferiore all'obiettivo e il debito è elevato	96
V.4	Nelle EME le autorità reagiscono alle tensioni di mercato mentre aumentano i timori per la stabilità	99
V.5	Aumenta l'indebitamento globale in valuta estera in presenza di un comovimento dei tassi di interesse a breve termine	103

V.6	Solido ancoraggio delle aspettative di inflazione	107
V.7	I tassi impliciti nella regola di Taylor segnalano il perdurare di venti contrari ...	111
VI.1	La ricapitalizzazione accresce i coefficienti patrimoniali regolamentari delle banche	118
VI.2	Tendenze divergenti del credito bancario	124
VI.3	Ostacoli al credito bancario	124
VI.4	Efficienza e stabilità degli utili vanno di pari passo	126
VI.5	Il profilo geografico dell'intermediazione bancaria internazionale è importante	127
VI.6	Crescono le dimensioni e la concentrazione del settore dell'asset management	129
VI.7	I rating delle banche restano bassi	132
VI.8	Il grado di scetticismo dei mercati differisce a seconda dei sistemi bancari	133
VI.9	I crediti deteriorati assumono andamenti divergenti	134

Tabelle

III.1	Crescita del prodotto, inflazione e saldi del conto corrente	67
III.2	Ripresa di prodotto, occupazione e produttività dalla recente crisi	68
III.3	Posizioni di bilancio	69
IV.1	Gli indicatori di allerta precoce delle crisi bancarie nazionali segnalano rischi per il futuro	82
V.1	Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali	113
VI.1	Il capitale di qualità migliore (CET1) delle banche è aumentato in rapporto alle attività ponderate per il rischio	116
VI.2	Redditività delle maggiori banche	119
VI.3	Redditività del settore assicurativo	122
VI.4	Modelli di business: l'attività bancaria tradizionale riacquista popolarità	126

I capitoli di questa Relazione sono andati in stampa tra il 18 e il 20 giugno e si basano sui dati disponibili fino al 6 giugno 2014.

Convenzioni adottate in questa Relazione

s.s., s.d.	scala sinistra, scala destra
trilione	mille miliardi
p.p.	punti percentuali
...	dato non disponibile
.	dato non applicabile
–	valore nullo o trascurabile
\$	dollaro USA se non diversamente specificato

Le discrepanze nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

Con il termine “paese” si intendono nella presente pubblicazione gli enti territoriali, compresi quelli che non sono Stati sovrani ai sensi del diritto e della prassi internazionali, per i quali vengono mantenute statistiche separate e indipendenti.

84^a Relazione annuale

*sottoposta all'Assemblea generale ordinaria
della Banca dei Regolamenti Internazionali
tenuta in Basilea il 29 giugno 2014*

Signore, Signori,

ho l'onore di presentare l'84^a Relazione annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali per l'esercizio finanziario chiuso il 31 marzo 2014.

L'utile netto di esercizio ammonta a DSP 419,3 milioni, a fronte di DSP 895,4 milioni dell'esercizio precedente. Quest'ultimo dato è stato rettificato a seguito di una modifica dei criteri contabili applicati alle obbligazioni per prestazioni successive al rapporto di lavoro. La modifica è descritta nella sezione "Criteri contabili" (punto 26), a pagina 202, e il suo impatto finanziario nella nota integrativa 3 delle Situazioni dei conti, alle pagine 204-206. Ulteriori dettagli sui risultati dell'esercizio finanziario 2013/14 sono riportati nella sezione "Utile netto e sua ripartizione", alle pagine 187-188.

Il Consiglio di amministrazione raccomanda che, in applicazione dell'articolo 51 dello Statuto della Banca, l'Assemblea generale deliberi di destinare l'importo di DSP 120,0 milioni al versamento di un dividendo di DSP 215 per azione, pagabile in una delle valute che compongono i diritti speciali di prelievo oppure in franchi svizzeri.

Il Consiglio raccomanda inoltre che vengano trasferiti DSP 15,0 milioni al Fondo di riserva generale e i restanti DSP 284,3 milioni al Fondo di riserva libero.

Se queste proposte saranno accettate, il dividendo della Banca per l'anno finanziario 2013/14 sarà pagabile agli azionisti il 3 luglio 2014.

Basilea, 20 giugno 2014

JAIME CARUANA
Direttore generale

Presentazione dei capitoli a contenuto economico

I. Alla ricerca di una nuova bussola

L'economia mondiale ha evidenziato segnali incoraggianti nell'anno trascorso. Permane tuttavia uno stato di malessere, poiché non sono stati del tutto rimossi il retaggio della Grande Crisi Finanziaria e le forze che l'avevano provocata. Per superare tale retaggio, le politiche economiche devono estendere il proprio orizzonte, tradizionalmente incentrato sul ciclo economico. Devono affrontare l'aumento e il declino dei rischi macroeconomici nell'arco più lungo del ciclo finanziario, e abbandonare l'idea che il debito possa costituire il principale traino della crescita. Il ripristino di una crescita sostenibile richiederà politiche mirate in tutte le maggiori economie, sia quelle colpite dalla crisi, sia quelle che la crisi ha risparmiato. Nei paesi più colpiti occorre portare a termine il processo di risanamento dei bilanci e attuare riforme strutturali. L'attuale ripresa dell'economia mondiale offre una preziosa finestra di opportunità da non sprecare. In varie economie risparmiate dai peggiori effetti della crisi la crescita è stata favorita da forti boom finanziari. Qui le politiche economiche devono porre maggiore enfasi sul contenimento dei boom e sulla creazione della capacità di far fronte a un possibile bust; nemmeno queste economie possono permettersi di rimandare le riforme strutturali. In una prospettiva di più lungo periodo, l'attenuazione degli estremi del ciclo finanziario richiede una modifica dell'impostazione delle politiche – fiscali, monetarie e prudenziali – al fine di garantire una risposta più simmetrica nelle fasi ascendenti e discendenti. In caso contrario, il rischio è che l'instabilità si radichi nell'economia globale e che il margine di manovra delle politiche si esaurisca.

II. I mercati finanziari internazionali sotto l'incantesimo della politica monetaria

I mercati finanziari hanno evidenziato un'acuta sensibilità alla politica monetaria, sia effettiva sia attesa. Durante tutto lo scorso anno le condizioni monetarie accomodanti hanno mantenuto la volatilità su livelli contenuti e favorito una caccia al rendimento. Le elevate valutazioni azionarie, i bassi spread creditizi e le abbondanti emissioni di obbligazioni societarie sono tutti segnali di una marcata propensione al rischio degli investitori. A tratti, nello scorso anno, le economie emergenti si sono dimostrate vulnerabili alle mutevoli condizioni internazionali; quelle con fondamentali più solidi se la sono cavata meglio, ma non sono state completamente immuni dagli episodi di turbolenza sui mercati. A metà 2014 gli investitori, alla caccia di rendimento, erano tornati ad assumere rischi crescenti: la maggior parte delle economie emergenti si era stabilizzata, i mercati azionari internazionali avevano raggiunto nuovi massimi e gli spread creditizi continuavano a restringersi. Nel complesso, è difficile non provare un senso di sconcerto di fronte all'attuale sconnesione fra le dinamiche dei mercati e gli andamenti di fondo dell'economia mondiale.

III. Crescita e inflazione: determinanti e prospettive

La crescita economica mondiale è ripresa, grazie soprattutto al contributo delle economie avanzate, mentre l'inflazione è rimasta globalmente contenuta. Malgrado l'attuale recupero, la crescita nelle economie avanzate rimane inferiore alle medie pre-crisi. La sua lentezza non deve sorprendere: la fase di declino dopo un boom finanziario pronunciato si accompagna a una recessione patrimoniale che comporta una ripresa molto più debole rispetto a quella di un normale ciclo economico. Tale debolezza si deve a una serie di fattori: distorsioni dal lato dell'offerta e nell'allocazione delle risorse, ampie eccedenze di debito e di capitale, danni al settore finanziario e un ristretto margine di manovra delle politiche economiche. Nelle economie avanzate gli investimenti in relazione al prodotto sono in gran parte frenati dalla correzione dei precedenti eccessi finanziari e da forze strutturali di lungo corso. Nelle economie emergenti, dove la crescita era stata generalmente vigorosa dopo la crisi, soffiano venti contrari. L'attuale debolezza dell'inflazione nelle economie avanzate riflette non soltanto la lentezza della crescita e il basso grado di utilizzo delle risorse a livello interno, ma anche l'influsso di fattori internazionali. In prospettiva, la chiave per conseguire una crescita più robusta e sostenibile sarà innalzare la produttività.

IV. Il debito e il ciclo finanziario nazionali e mondiali

I cicli finanziari incorporano le interazioni fra le percezioni del valore e del rischio, l'assunzione di rischio e i vincoli finanziari, interazioni che, alimentandosi a vicenda, generano fasi alterne di espansione finanziaria (boom) e contrazione finanziaria (bust). Tali cicli tendono a essere molto più lunghi dei tradizionali cicli economici. I vari paesi si trovano attualmente a stadi assai diversi del ciclo finanziario. Nelle economie più colpite dalla crisi del 2007-09 le famiglie e le imprese hanno iniziato a ridurre il debito, ma in molti casi esso rimane elevato in relazione al reddito. Varie economie meno colpite dalla crisi si trovano invece a uno stadio avanzato di pronunciati boom finanziari, e appaiono pertanto vulnerabili a una recessione patrimoniale nonché, in alcuni casi, all'eventualità di gravi turbative finanziarie. La crescita delle nuove fonti di finanziamento ha inoltre modificato la natura dei rischi. In questa seconda fase della liquidità globale le imprese delle economie emergenti stanno attingendo in misura crescente ai mercati internazionali, correndo così il rischio di perdere accesso al finanziamento al primo segnale di difficoltà. Più in generale, esiste la possibilità che i paesi si trovino a un certo punto prigionieri di una trappola del debito: cercando di stimolare l'economia con tassi di interesse bassi, incoraggiano ulteriormente l'assunzione di debito, finendo per aggravare il problema che volevano risolvere.

V. La politica monetaria pena a ritrovare la normalità

La politica monetaria, rimasta molto accomodante, si è trovata di fronte a varie difficili sfide. Nelle maggiori economie avanzate le banche centrali hanno dovuto fare i conti con una ripresa insolitamente fiacca e con i segnali di una ridotta efficacia della politica monetaria. Le economie emergenti e quelle avanzate aperte di minori dimensioni si sono invece trovate alle prese con episodi di turbolenza sui mercati e con le ripercussioni delle politiche monetarie perseguite nelle economie avanzate maggiori. In queste ultime, le autorità possono tenere in maggiore considerazione gli effetti del loro operato sulle altre economie, e i corrispondenti

effetti di retroazione sulla propria giurisdizione. Un'altra difficoltà che si è posta a varie banche centrali è stata quella di gestire un'inattesa disinflazione. A questo riguardo, la risposta delle autorità deve considerare attentamente la natura e la persistenza delle forze all'opera, così come la ridotta efficacia e gli effetti collaterali della politica monetaria. Infine, in prospettiva, incombe il problema di come calibrare al meglio i tempi e il ritmo della normalizzazione monetaria. La transizione sarà probabilmente un percorso complicato e accidentato, a prescindere da come verrà comunicata. Il rischio di una normalizzazione troppo tardiva e troppo graduale non va sottovalutato.

VI. Il sistema finanziario a un crocevia

Il settore finanziario ha in parte riacquisito vigore dopo la crisi. Le banche hanno rafforzato la propria situazione patrimoniale (principalmente mediante la capitalizzazione degli utili) e in molti casi hanno riorientato i modelli di business verso l'attività bancaria tradizionale. Tuttavia, nonostante una migliore redditività aggregata, molte banche devono fare i conti con le persistenti debolezze di bilancio dovute all'esposizione diretta a prenditori sovraindebitati e all'effetto negativo dell'eccesso di debito sulla ripresa economica, nonché con il rischio di un rallentamento nei paesi che si trovano in una fase avanzata di espansione finanziaria. Nell'attuale panorama finanziario è cresciuta l'intermediazione condotta attraverso i mercati dei capitali, in particolare poiché il costo di finanziamento delle banche ha superato quello di una parte della clientela di imprese. Specialmente le società di asset management hanno conosciuto una rapida espansione negli ultimi anni, divenendo un'importante fonte di finanziamento. Il loro maggiore peso, assieme all'elevata concentrazione dimensionale del settore, potrebbe influenzare le dinamiche dei mercati, e quindi il costo e la disponibilità del credito a imprese e famiglie.

I. Alla ricerca di una nuova bussola

L'economia mondiale si trova ancora di fronte a importanti sfide. Sebbene abbia ricominciato a crescere, non si è affrancata dalla dipendenza dallo stimolo monetario. La politica monetaria sta ancora cercando la via della normalizzazione dopo tanti anni di straordinario accomodamento. Nonostante l'euforia dei mercati finanziari, gli investimenti rimangono fiacchi. Invece di accrescere la capacità produttiva, le grandi imprese preferiscono riacquistare azioni proprie o effettuare fusioni e acquisizioni. E benché le prospettive di crescita a lungo termine siano tutt'altro che allettanti, il debito continua ad aumentare. C'è addirittura chi parla di stagnazione secolare.

Qual è il motivo di tutto ciò? Per comprendere queste dinamiche occorre risalire alla Grande Crisi Finanziaria. La crisi scoppiata nell'agosto 2007 e culminata all'incirca un anno dopo ha segnato un momento decisivo della storia economica. È stata uno spartiacque, dal punto di vista sia economico sia intellettuale: viene ormai naturale dividere gli eventi in pre-crisi e post-crisi. Ha gettato un'ombra lunga sul passato: la crisi non è stata un fulmine a ciel sereno, bensì il prodotto pressoché inevitabile di forze profonde all'opera già da anni, se non addirittura decenni. E ha gettato un'ombra lunga sul futuro: il suo retaggio è ancora ben presente, e condiziona l'avvenire.

Per comprendere le sfide che si pongono oggi all'economia mondiale occorre adottare una prospettiva di lungo periodo. Una prospettiva che vada ben oltre l'orizzonte temporale delle oscillazioni del prodotto ("cicli economici"), dominante nel pensiero economico. Per come sono concepiti e misurati, i cicli economici non si estendono al di là di otto anni. È questo l'orizzonte di riferimento di gran parte delle politiche macroeconomiche, quello che alimenta l'impazienza delle autorità rispetto alla lentezza della ripresa, e che guida la risposta alle domande su quanto impiegherà il prodotto per tornare alla normalità o per quanto ancora continuerà a deviare dal trend. È l'orizzonte sul quale le minime variazioni della produzione industriale, degli indicatori della fiducia di consumatori e imprese o dei dati sull'inflazione sono attentamente analizzate alla ricerca di indizi sull'economia.

Ma questo orizzonte è troppo breve. Le oscillazioni finanziarie ("cicli finanziari") che possono sfociare in crisi bancarie come quella recente durano molto più a lungo dei cicli economici. Per quanto irregolari, tendono a esplicitarsi in media nell'arco di 15-20 anni. Dopo tutto, occorre molta legna per accendere un grande fuoco. Eppure i cicli finanziari possono passare in gran parte inosservati. Sono semplicemente troppo lenti per le autorità e gli osservatori, che focalizzano l'attenzione sulle fluttuazioni a più breve termine del prodotto.

Le conseguenze di un ciclo finanziario possono essere devastanti. Quando la fase di pronunciata espansione finanziaria (boom) lascia il posto a quella di pronunciata contrazione (bust), le perdite in termini di prodotto e di occupazione possono essere ingenti e straordinariamente durature. In altre parole, le recessioni patrimoniali impongono un tributo molto più pesante delle normali recessioni. Le contrazioni finanziarie mettono a nudo le distorsioni nell'allocazione delle risorse e le deficienze strutturali che il boom aveva temporaneamente occultato. Perciò, quando non sono improntate a una prospettiva di lungo periodo, le risposte della politica economica corrono il rischio di risolvere il problema immediato al prezzo di crearne uno maggiore in futuro. A questo riguardo, l'accumulo di debito nell'arco di cicli economici e finanziari successivi diventa un fattore determinante.

La Relazione annuale della BRI di quest'anno esplora tale prospettiva di lungo periodo¹. Nel fare il punto dell'economia mondiale, delinea una cornice all'interno della quale la crisi, la risposta delle politiche economiche e il retaggio della crisi stessa assumono un ruolo di primo piano. La prospettiva di lungo periodo integra quella tradizionale focalizzata sulle oscillazioni a più breve termine del prodotto, dell'occupazione e dell'inflazione, dove i fattori finanziari rivestono tutt'al più un ruolo di secondo piano.

Il messaggio è semplice. L'economia mondiale ha evidenziato molti segnali incoraggianti nell'ultimo anno. Ma sarebbe imprudente pensare che si sia già scrollata di dosso lo stato di malessere post-crisi. Il ritorno a una crescita sostenibile ed equilibrata potrebbe restare un miraggio.

Il ripristino di una crescita sostenibile richiederà politiche economiche di ampio respiro. Nei paesi colpiti dalla crisi è necessario porre più enfasi sul risanamento dei bilanci e sulle riforme strutturali, e relativamente meno sullo stimolo monetario e fiscale: il lato dell'offerta è cruciale. La bontà delle politiche non consiste tanto nel cercare di pompare la crescita a tutti i costi, quanto nel rimuovere gli ostacoli che la frenano. La ripresa dell'economia mondiale offre una preziosa finestra di opportunità da non sprecare. Nelle economie risparmiate dai peggiori effetti della crisi, ma che sono cresciute sulla scorta di forti boom finanziari, è necessario porre maggiore enfasi sulle politiche volte a contenere i boom e a creare la capacità di far fronte a un possibile bust. Particolare attenzione meritano le nuove fonti di rischi finanziari, collegate alla rapida espansione dei mercati dei capitali. Anche in queste economie le riforme strutturali sono troppo importanti per essere rimandate.

C'è un filo conduttore in tutto questo. In gran parte, le cause del malessere post-crisi sono quelle della crisi stessa, e risiedono in un'incapacità collettiva di venire a patti con il ciclo finanziario. Per rimediare a questa incapacità è necessario adeguare l'impostazione delle politiche – fiscali, monetarie e prudenziali – al fine di garantire una risposta più simmetrica nelle fasi ascendenti e discendenti. E bisogna abbandonare l'idea che il debito possa essere il principale traino della crescita. In caso contrario, il rischio è che l'instabilità si radichi nell'economia globale e che il margine di manovra delle politiche si esaurisca.

Le successive sezioni del capitolo tastano il polso dell'economia globale, forniscono un'interpretazione degli andamenti attraverso la lente del ciclo finanziario, valutano i rischi a venire e infine elaborano le implicazioni sul piano delle politiche economiche.

L'economia mondiale: il punto della situazione

La buona notizia è che la crescita ha segnato una ripresa nell'anno trascorso e vi è l'aspettativa generale di un ulteriore miglioramento (Capitolo III). In base alle proiezioni, la crescita del PIL mondiale dovrebbe infatti avvicinarsi ai tassi prevalenti nel decennio pre-crisi. Le economie avanzate (EA) hanno riacquisito slancio, nonostante le economie emergenti abbiano in parte rallentato il passo.

Nel complesso, tuttavia, il periodo post-crisi è stato deludente. Per gli standard dei normali cicli economici, la ripresa è stata lenta e debole nei paesi colpiti dalla crisi. In questi stessi paesi la disoccupazione è ancora ben al di sopra dei livelli pre-crisi, malgrado una recente flessione. Le economie emergenti (EME) si sono affermate

¹ Cfr. anche J. Caruana, "Global economic and financial challenges: a tale of two views", lezione alla Harvard Kennedy School di Cambridge, Massachusetts, 9 aprile 2014, e C. Borio, "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?", *BIS Working Papers*, n. 395, dicembre 2012 (di prossima pubblicazione nel *Journal of Banking & Finance*).

come principale motore della crescita post-crisi, rimbalzando vigorosamente fino al recente indebolimento. Nel complesso, sebbene la *crescita* del PIL mondiale non sia molto lontana dai tassi degli anni duemila, la sua *traiettoria* continua a essere inferiore a quella pre-crisi. Non abbiamo recuperato il terreno perduto.

Le prospettive di crescita nel più lungo periodo, poi, sono tutt'altro che rosee (Capitolo III). Nelle EA, specie quelle colpite dalla crisi, la crescita della produttività durante la ripresa è stata deludente, aggiungendosi a un calo tendenziale di lungo periodo. Finora la produttività ha evidenziato migliore tenuta nelle economie meno colpite dalla crisi, in particolare le EME, dove non si ravvisa in genere un analogo calo di lungo periodo. Ciò detto, soffiano forti i venti contrari degli andamenti demografici, e non soltanto nelle economie più mature.

E l'inflazione? In varie EME rappresenta ancora un problema. Ma in generale è rimasta bassa e stabile, e questa è una buona notizia. Al tempo stesso, in alcune economie colpite dalla crisi, ma anche altrove, l'inflazione si è collocata sistematicamente al disotto dell'obiettivo. In alcuni casi sono stati espressi nuovi timori di deflazione, in particolare nell'area dell'euro. Più avanti vedremo se e quanto sia legittimo preoccuparsi.

Dal lato finanziario, il quadro che si staglia è assai eterogeneo.

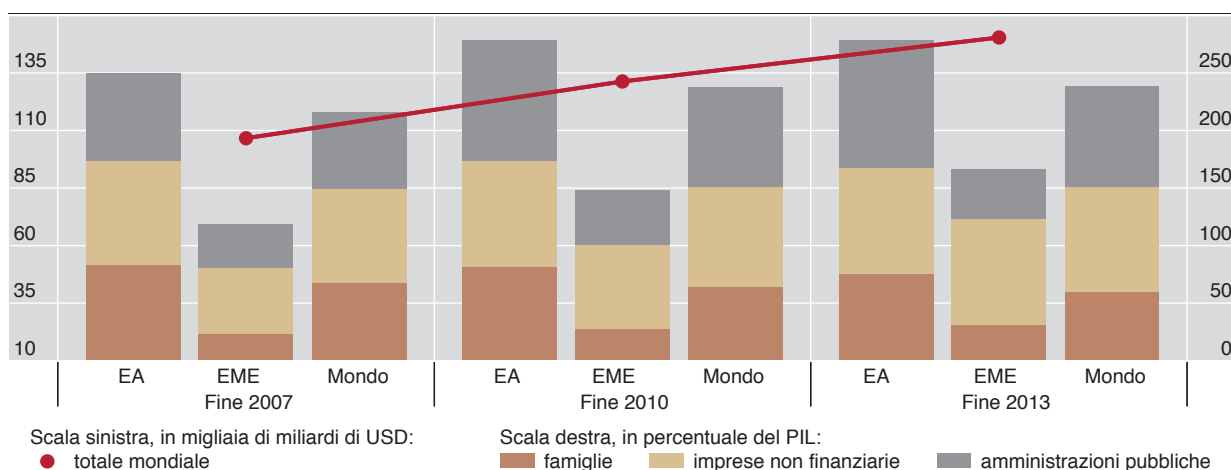
I mercati finanziari hanno mostrato grande vivacità nell'anno trascorso, almeno nelle EA, ballando perlopiù al ritmo delle decisioni delle banche centrali (Capitolo II). La volatilità dei mercati azionari, obbligazionari e valutari è sprofondata ai minimi storici. Ovviamente, gli operatori di mercato non stanno scontando pressoché alcun rischio. Nelle EA ha preso piede una caccia al rendimento sostenuta e generalizzata e gli spread creditizi si sono ristretti. La periferia dell'area dell'euro non ha fatto eccezione. I mercati azionari si sono spinti al rialzo. Nelle EME, tuttavia, questa corsa è stata molto più accidentata. Al primo indizio di una possibile normalizzazione della politica della Federal Reserve nel maggio dello scorso anno, i mercati emergenti hanno subito uno scossone, così come i loro tassi di cambio e i prezzi delle attività. Tensioni analoghe sono riaffiorate in gennaio, questa volta più per effetto di un cambiamento delle percezioni riguardo alle condizioni nelle stesse EME. Ma da allora il clima di mercato è migliorato sulla scia di una risposta risoluta delle politiche e una rinnovata ricerca di rendimento. Nel complesso, è difficile non provare un senso di sconcerto di fronte all'attuale sconnessione fra le dinamiche dei mercati e gli andamenti di fondo dell'economia mondiale.

La salute del settore finanziario è migliorata, ma le cicatrici rimangono (Capitolo VI). Sotto la forte pressione dei mercati e della regolamentazione, le banche nelle economie colpite dalla crisi hanno fatto progressi sul fronte della ricapitalizzazione, in ampia misura attraverso utili non distribuiti e nuove emissioni. Ciò detto, in alcuni paesi permangono dubbi circa la qualità degli attivi e l'effettiva entità del risanamento dei bilanci. Non sorprende che la relativa debolezza delle banche abbia favorito un'importante espansione dei mercati delle obbligazioni societarie come forma alternativa di finanziamento. Altrove, in molte economie meno colpite dalla crisi e sulla scia di una rapida crescita del credito, i bilanci appaiono più solidi, ma in alcuni casi hanno cominciato a deteriorarsi.

I bilanci del settore privato non finanziario sono stati profondamente influenzati dalla crisi e dalle tendenze che l'hanno preceduta (Capitolo IV). Nelle economie colpite dalla crisi l'espansione del credito a questo settore è stata lenta, ma i rapporti debito/PIL rimangono generalmente elevati, anche se in alcuni paesi si sono ridotti. All'altro estremo, diversi paesi risparmiati dalla crisi, in particolare EME, hanno sperimentato forti espansioni del credito e dei prezzi delle attività, che solo di recente hanno rallentato il passo. A livello mondiale, il debito totale del settore privato non finanziario è aumentato del 30% circa dallo scoppio della crisi, spingendo verso l'alto il rapporto con il PIL (grafico I.1).

I livelli del debito continuano ad aumentare

Grafico I.1



Il campione "Mondo" comprende: Arabia Saudita, area dell'euro, Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cina, Corea, Giappone, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Polonia, Regno Unito, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Stati Uniti, Sudafrica, Turchia e Ungheria. EA = economie avanzate; EME = economie emergenti.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

Desta particolare preoccupazione il ristretto margine di manovra delle politiche macroeconomiche.

La politica di bilancio rimane generalmente sotto tensione (Capitolo III). Nelle economie colpite dalla crisi i disavanzi pubblici sono lievitati per effetto di un crollo delle entrate, di misure eccezionali di stimolo all'economia e, in alcuni casi, di salvataggi bancari. Più di recente vari paesi hanno imboccato la strada del risanamento. Ciò nonostante, i rapporti debito pubblico/PIL sono ulteriormente aumentati e in diversi casi appaiono collocarsi su una traiettoria insostenibile. Nei paesi non colpiti dalla crisi il quadro è più eterogeneo: i rapporti debito pubblico/PIL sono persino scesi in alcuni casi, mentre in altri sono aumentati, ma partendo da livelli molto più bassi. Il debito complessivo dei settori pubblici delle economie del G7 è cresciuto di quasi 40 punti percentuali, portandosi al 120% circa del PIL nel periodo post-crisi e contribuendo in misura decisiva all'aumento di 20 punti percentuali del rapporto fra debito complessivo (pubblico e privato) e PIL a livello mondiale (grafico I.1).

La politica monetaria sta saggiando i propri limiti (Capitolo V). Nelle economie colpite dalla crisi e in Giappone essa è stata straordinariamente accomodante. In presenza di tassi ufficiali prossimi o uguali allo zero in tutte le principali monete internazionali, le banche centrali hanno allentato ulteriormente le condizioni ricorrendo a politiche di forward guidance e di aggressiva espansione dei propri bilanci, ad esempio tramite acquisti su larga scala di attività finanziarie e l'offerta di prestiti a lungo termine. Mai prima d'ora le banche centrali si erano spinte così lontano. La normalizzazione dell'orientamento di politica monetaria è a malapena cominciata. Anche in altri paesi i tassi di interesse post-crisi sono stati assai bassi e le banche centrali hanno vigorosamente dilatato i propri bilanci, in questo caso per effetto degli interventi nei mercati dei cambi. Principalmente in risposta alle turbolenze di mercato, varie banche centrali delle EME hanno innalzato i tassi nell'anno trascorso.

L'impressione generale è che l'economia mondiale si stia riprendendo, ma che resti sbilanciata. La crescita è ritornata, ma le prospettive a lungo termine non sono incoraggianti. I mercati finanziari sono euforici, ma i progressi nel rafforzamento

dei bilanci bancari sono stati disomogenei e il debito privato continua ad aumentare. Le politiche macroeconomiche dispongono di uno scarso margine di manovra per far fronte agli inconvenienti che potrebbero presentarsi inattesi, compresa una normale recessione.

L'economia mondiale attraverso la lente del ciclo finanziario

Come siamo giunti a questa situazione? Quali sono i rischi macroeconomici che ci attendono? Per rispondere a queste domande, occorre studiare la natura della passata recessione e la successiva risposta delle politiche economiche.

La recessione patrimoniale e le sue conseguenze

Il prologo della Grande Recessione è noto. Un boom finanziario di vaste proporzioni sviluppatosi in un contesto di inflazione bassa e stabile, portato all'ennesima potenza – come spessissimo in analoghi episodi del passato – dall'innovazione finanziaria. Il credito e i prezzi degli immobili si erano impennati, dimentichi della blanda recessione dei primi anni duemila, galvanizzando una volta di più la crescita economica (Capitolo IV). Il morale era alle stelle. Si parlava di Grande Moderazione, nella convinzione generale che i responsabili delle politiche fossero finalmente riusciti ad addomesticare il ciclo economico e svelare i segreti più reconditi dell'economia.

La recessione che seguì mandò in frantumi questa illusione. Quando il boom finanziario si trasformò in bust, scoppiò una crisi finanziaria di rare proporzioni. Il prodotto e il commercio mondiali crollarono. Lo spettro della Grande Depressione fece la sua comparsa all'orizzonte.

Fu questo spettro a condizionare la risposta delle autorità. Per la verità, le prime avvisaglie della crisi non vennero capite. Quando i mercati interbancari si congelarono nell'agosto 2007, l'opinione prevalente era che le tensioni sarebbero rimaste contenute. Ma tutto cambiò quando, circa un anno dopo, Lehman Brothers fallì e l'economia mondiale entrò in un vuoto d'aria. Le politiche monetarie e fiscali furono impiegate in modo aggressivo per evitare una replica dell'esperienza degli anni trenta. Le ripercussioni si fecero sentire anche nei paesi lontani dall'epicentro della crisi; la Cina avviava una massiccia espansione trainata dal credito.

Inizialmente la medicina parve avere effetto. Fare affermazioni controfattuali è sempre difficile, ma non vi è dubbio che la tempestiva risposta delle politiche economiche abbia effettivamente attutito il colpo e scongiurato il peggio. In particolare, l'allentamento aggressivo della politica monetaria nei paesi colpiti dalla crisi ripristinò la fiducia ed evitò che il sistema finanziario e l'economia cadessero in picchiata. È questa l'essenza della gestione delle crisi.

Ciò nonostante, con il susseguirsi degli eventi, il sollievo lasciò il posto alla delusione. L'economia mondiale non si riprese come sperato. Le previsioni di crescita, almeno per le economie colpite dalla crisi, furono ripetutamente riviste al ribasso. L'espansione della politica di bilancio non riuscì a far ripartire l'economia, anzi si aprirono buchi sempre più ampi nei conti pubblici. E nell'area dell'euro, in parte a causa di specificità istituzionali, scoppiò dirompente una crisi del debito sovrano, minacciando di mettere in moto un micidiale circolo vizioso tra banche e Stati. A livello internazionale, i timori per l'insostenibilità dei conti pubblici indussero una parziale correzione di rotta. Nel frattempo, nel tentativo di rafforzare la ripresa, la politica monetaria continuava a sperimentare misure sempre più innovative. E le autorità di regolamentazione si sforzavano di ricostruire un sistema finanziario solido. L'economia mondiale stentava a riprendersi.

Questa sequenza di eventi non dovrebbe stupire, almeno a posteriori. Non si trattava della tipica recessione del dopoguerra con cui si abbattava l'inflazione. Si trattava di una recessione patrimoniale, associata alla fase discendente di un ciclo finanziario di enormi proporzioni. E portava con sé un eccesso molto maggiore di debito e di stock di capitale, danni molto maggiori al settore finanziario e un margine di manovra molto minore per la politica economica.

Le recessioni patrimoniali hanno due caratteristiche fondamentali.

Primo, sono molto onerose (Capitolo III). Sono generalmente più profonde, preludono a riprese più deboli e generano perdite permanenti in termini di prodotto: il prodotto può tornare al precedente *tasso* di crescita di lungo periodo, ma difficilmente alla precedente *traiettoria* di crescita. Diversi sono senz'altro i fattori che entrano in gioco. I boom rendono fin troppo facile sovrastimare il prodotto e la crescita potenziali, e anche allocare in modo distorto il capitale e il lavoro. E durante il bust un debito e uno stock di capitale eccessivi frenano la domanda, mentre il sistema finanziario azzoppato fatica a oliare il motore dell'economia, con danni per la produttività e un'erosione ulteriore delle prospettive di lungo periodo.

La seconda caratteristica, come suggerisce una crescente evidenza empirica, è che le recessioni patrimoniali sono meno reattive alle tradizionali misure di gestione della domanda (Capitolo V). Una ragione è che le banche devono risanare i propri bilanci. Fintantoché la qualità degli attivi è scadente e il capitale scarso, le banche tenderanno a restringere l'offerta di credito complessiva e, soprattutto, ad allocarla in modo distorto. Mentre si leccano le ferite, è naturale che ridimensionino l'attività. Ma continueranno a prestare soldi ai debitori in sofferenza (per evitare di riconoscere le perdite), mentre ridurranno il credito o lo renderanno più costoso per i debitori in condizioni migliori. Una seconda ragione, ancora più importante, è che gli operatori sovraindebitati vorranno ripianare il debito e risparmiare di più. Se si dà loro un'unità di reddito aggiuntiva, come può fare la politica di bilancio, la metteranno da parte invece di spenderla. Se li si incoraggia a indebitarsi di più riducendo i tassi di interesse, come può fare la politica monetaria, non lo faranno. Durante una recessione patrimoniale, la *domanda* di credito è per forza di cose anemica. La terza ragione ha a che fare con gli ampi squilibri settoriali e aggregati dell'economia reale accumulati nel corso del precedente boom finanziario, ad esempio nel settore delle costruzioni. In siffatte circostanze stimolare in modo indiscriminato la domanda aggregata non è di grande utilità. Può anzi peggiorare le cose se, ad esempio, i tassi di interesse molto bassi favoriscono settori che già presentano un eccesso di capitale.

Va detto che solo una parte del mondo ha attraversato una recessione patrimoniale a tutti gli effetti (Capitolo III). Ciò è avvenuto là dove si erano verificati cicli finanziari *interni* di enormi proporzioni, in particolare negli Stati Uniti, nel Regno Unito, in Spagna e in Irlanda, nonché in molti paesi dell'Europa centrale e orientale e della regione baltica. Qui l'eccesso di debito delle famiglie e delle imprese non finanziarie si è accompagnato a problemi sistemici del settore bancario. Altrove, come in Francia, Germania e Svizzera, il settore bancario si è trovato in serie difficoltà soprattutto a causa dell'esposizione ai bust in altri paesi, mentre i bilanci delle società finanziarie non bancarie sono stati intaccati in misura molto minore. Altri paesi ancora, come il Canada e molte EME, hanno subito gli effetti della crisi principalmente attraverso i legami commerciali, non attraverso le banche: le loro recessioni non sono state di tipo patrimoniale. Lo stesso vale per il Giappone, che da tempo è alle prese con una prolungata carenza di domanda legata all'evoluzione demografica: la sua recessione patrimoniale il Giappone l'ha avuta negli anni novanta, ma questo non basta a spiegare le attuali traversie del paese. E solo nell'area dell'euro si è messo in moto il circolo vizioso tra banche e Stati.

Queste differenze spiegano anche perché i paesi si trovino attualmente a stadi diversi del ciclo finanziario interno (Capitolo IV). Quelli che hanno sperimentato una recessione patrimoniale a tutti gli effetti hanno cercato di riassorbire l'eccesso di debito privato nel pieno di un calo dei prezzi degli immobili. Detto ciò, alcuni di loro stanno già assistendo a nuovi incrementi dei prezzi degli immobili, nonostante i livelli di debito siano ancora alti e in alcuni casi in crescita. Altrove il quadro varia, ma il credito e i prezzi degli immobili hanno in genere continuato a salire dopo la crisi, almeno fino a poco tempo fa. In alcuni paesi il ritmo dell'espansione finanziaria è rimasto entro gli intervalli storici tipici, ma in altri si è spinto molto più in là, determinando forti boom finanziari.

A loro volta, i boom finanziari in quest'ultimo gruppo di paesi riflettono in misura non trascurabile l'interazione a livello internazionale tra le risposte di politica monetaria (Capitoli II, IV e V). Le condizioni monetarie straordinariamente accomodanti nelle economie avanzate si sono trasmesse al resto del mondo, incoraggiando boom finanziari. Ciò è avvenuto per via diretta, considerando che le valute di queste economie sono utilizzate ben oltre i confini del paese di emissione. In particolare, l'ammontare di credito denominato in dollari USA fuori dagli Stati Uniti è pari a circa \$7 000 miliardi, ed è cresciuto notevolmente dopo la crisi. Ma è avvenuto anche per via indiretta, attraverso le operazioni di arbitraggio tra valute e attività. Ad esempio, la politica monetaria ha un forte impatto sulla propensione e sulle percezioni del rischio (il "canale dell'assunzione di rischio"). Influisce sugli indicatori della propensione al rischio, come l'indice VIX, e anche sui premi a termine e i premi al rischio, che a livello globale vanno di pari passo, un fattore, questo, che ha guadagnato rilevanza con lo sviluppo dei mercati interni del reddito fisso nelle EME. Hanno giocato un ruolo anche le risposte di politica monetaria nei paesi risparmiati dalla crisi, dove le autorità hanno incontrato difficoltà a operare con tassi di interesse significativamente più alti di quelli delle grandi economie colpite dalla crisi, per il timore di indurre reazioni eccessive del tasso di cambio e impennate dei flussi di capitali.

Il risultato è che, *a livello complessivo mondiale*, la politica monetaria è stata straordinariamente accomodante per un periodo insolitamente lungo (Capitolo V). Anche tralasciando l'impatto dell'espansione dei bilanci delle banche centrali e della forward guidance, i tassi ufficiali si collocano ormai da tempo largamente al disotto dei tradizionali parametri di riferimento.

I rischi macroeconomici e finanziari attuali

Vista attraverso la lente del ciclo finanziario, l'attuale configurazione delle dinamiche macroeconomiche e finanziarie presenta una serie di rischi.

Nei paesi che hanno sperimentato espansioni finanziarie di vaste proporzioni, il rischio è che il boom si tramuti in bust, provocando potenziali situazioni di dissesto finanziario (Capitolo IV). Al riguardo, segnali inquietanti provengono da alcuni indicatori anticipatori che si sono dimostrati utili in passato, come il comportamento del credito e dei prezzi degli immobili. Gli indici del servizio del debito appaiono meno allarmanti, ma l'esperienza passata indica che possono aumentare notevolmente prima che compaiano tensioni. Ciò avviene in particolare se i tassi di interesse salgono, come potrebbe succedere se si rendesse necessario difendere i tassi di cambio dalle pressioni provenienti da ingenti esposizioni non coperte in valuta estera e/o della normalizzazione della politica monetaria nelle EA.

Inoltre, rispetto al passato alcuni elementi specifici di vulnerabilità possono essere cambiati, in modi insospettati (Capitolo IV). Negli ultimi anni le imprese non finanziarie in una serie di EME si sono indebitate pesantemente nei mercati dei capitali attraverso le loro affiliate in altri paesi, prevalentemente in valuta estera.

Questo fenomeno è stato definito la "seconda fase della liquidità globale", in opposizione alla fase pre-crisi, in cui erano state principalmente le banche a espandere le operazioni transfrontaliere. Le corrispondenti passività non compaiono necessariamente nelle statistiche sul debito estero, oppure, se i fondi vengono rimpatriati, possono figurare come investimento diretto estero. Esse potrebbero rappresentare una vulnerabilità nascosta, specie se il loro rimborso fa affidamento su flussi di cassa in moneta nazionale generati da settori sovradimensionati, come l'immobiliare, o se i fondi presi in prestito vengono utilizzati in operazioni di carry trade o per assumere posizioni speculative di altro tipo.

Allo stesso modo, il fiorire dell'industria dell'asset management nelle EME potrebbe amplificare le dinamiche dei prezzi delle attività in condizioni di tensione (Capitoli IV e VI). È il caso in particolare dei mercati del reddito fisso, che nell'ultimo decennio sono fortemente cresciuti, rendendo i paesi interessati ancora più vulnerabili alle forze dei mercati globali dei capitali. L'enorme disparità di dimensioni tra i portafogli degli investitori internazionali e i mercati in cui investono potrebbe, come un elefante in una cristalleria, provocare danni immani. Il fatto che questi flussi si siano ingigantiti sull'onda di un'aggressiva ricerca di rendimento è tutt'altro che rassicurante: essendo fortemente prociclici, salgono e scendono al variare delle condizioni e del clima di fiducia.

Per la verità, nel corso degli anni molte EME hanno preso provvedimenti importanti per migliorare la loro resilienza. A differenza che in passato, questi paesi registrano avanzi di conto corrente, hanno accumulato riserve valutarie, incrementato la flessibilità del tasso di cambio, rafforzato i rispettivi sistemi finanziari e adottato una panoplia di misure macroprudenziali. Nei due episodi di tensioni sui mercati di maggio 2013 e gennaio 2014, proprio i paesi con condizioni macroeconomiche e finanziarie più solide se la sono cavata meglio (Capitolo II).

Ma l'esperienza passata impone cautela. Le tensioni sui mercati cui abbiamo assistito finora non sono state accompagnate da bust finanziari; assomigliano piuttosto alle classiche tensioni di bilancia dei pagamenti. Per attenuare i bust finanziari gli avanzi di conto corrente possono essere utili, ma solo fino a un certo punto. In realtà, storicamente alcuni dei boom finanziari più nefasti si sono verificati in paesi che avevano una solida posizione con l'estero: gli Stati Uniti negli anni venti, prima della Grande Depressione, e il Giappone negli anni ottanta sono solo due esempi. E le misure macroprudenziali, per quanto utili a rafforzare le banche, hanno dimostrato di non essere in grado, da sole, di contenere efficacemente l'accumulo di squilibri finanziari, specialmente dove le condizioni monetarie sono rimaste accomodanti (Capitoli V e VI). Spesso e volentieri, tanto nelle economie avanzate che emergenti, bilanci bancari apparentemente solidi mascheravano vulnerabilità insospettite, venute alla luce solo nel momento in cui il boom finanziario si è tramutato in bust (Capitolo VI).

Nelle attuali circostanze è improbabile che gravi tensioni finanziarie nelle EME lascino immuni le EA. Il peso delle EME è cresciuto in modo considerevole dall'ultimo episodio di questo tipo, la crisi asiatica del 1997. Rispetto ad allora, la loro quota sul PIL mondiale, a parità di potere d'acquisto, è salita da un terzo alla metà. Ed è cresciuto anche il loro peso nel sistema finanziario internazionale. Le ricadute internazionali sarebbero particolarmente gravi se dovesse incepparsi la Cina, dove è in corso un boom finanziario di enormi proporzioni. A rischio sarebbero specialmente quei paesi esportatori di materie prime dove si sono registrati forti incrementi del credito e dei prezzi delle attività e dove i miglioramenti delle ragioni di scambio dopo la crisi hanno sorretto i livelli elevati dell'indebitamento e dei prezzi degli immobili. Ma sarebbero a rischio anche quelle aree del pianeta in cui il risanamento dei bilanci non è stato ancora portato a termine.

Nelle economie colpite dalla crisi, il rischio è che l'aggiustamento dei bilanci rimanga incompiuto, sia nel settore privato sia in quello pubblico. Ciò accrescerebbe la loro vulnerabilità a eventuali nuovi rallentamenti economici, indipendentemente dalle cause, e ostacolerebbe la normalizzazione delle politiche economiche. È piuttosto preoccupante, in effetti, vedere nelle grandi economie che si trovano a uno stadio più avanzato del ciclo economico, in particolare Stati Uniti e Regno Unito, dinamiche di crescita simili a quelle osservate in stadi più avanzati dei cicli finanziari, nonostante il processo di aggiustamento del debito e dei prezzi delle attività non si sia ancora concluso (Capitolo IV). Ad esempio, i prezzi degli immobili sono stati insolitamente elevati nel Regno Unito, e alcuni segmenti del mercato dei prestiti alle imprese, come i prestiti leveraged, hanno mostrato una vivacità persino superiore al periodo pre-crisi negli Stati Uniti (Capitolo II). In entrambi i casi, a causa dell'aggiustamento rimasto incompiuto, gli indici del servizio del debito del settore privato appaiono altamente sensibili a un aumento dei tassi di interesse (Capitolo IV). Al contempo, specialmente nell'area dell'euro, persistono dubbi sulla solidità dei bilanci bancari (Capitolo VI). E tutto ciò in un momento in cui le posizioni di bilancio restano fragili quasi ovunque, se valutate in una prospettiva di lungo periodo.

Le sfide per le politiche economiche

Sulla scorta di questa analisi, cosa occorre fare nell'immediato? Per definire la risposta di policy nel breve periodo è necessario tenere conto degli andamenti del ciclo economico e dell'inflazione, che possono costringere a scelte difficili. E nel più lungo periodo, quali adeguamenti sarebbe opportuno apportare all'impostazione delle politiche economiche?

Le sfide a breve termine: cosa fare nell'immediato?

La risposta appropriata nel breve termine, come sempre, dipende dalla situazione specifica di ogni paese. È comunque possibile, al rischio di una semplificazione eccessiva, fare alcune considerazioni generali dividendo i paesi in due gruppi: quelli che hanno sperimentato un bust finanziario e quelli che stanno sperimentando un boom finanziario. Vale poi la pena esplorare una sfida che interessa trasversalmente entrambi i gruppi, ossia cosa fare laddove l'inflazione si collochi persistentemente al disotto degli obiettivi.

Paesi che hanno sperimentato un bust finanziario

Nei paesi che hanno sperimentato un bust finanziario, le priorità sono il risanamento dei bilanci e le riforme strutturali. Ciò discende naturalmente dalle tre caratteristiche delle recessioni patrimoniali: il danno prodotto dalle distorsioni dal lato dell'offerta, la minore reattività alle politiche della domanda aggregata e il considerevole restringimento del margine di manovra delle politiche (fiscali, monetarie o prudenziali). L'obiettivo è gettare le basi di una ripresa solida in grado di autosostenersi, rimuovere gli ostacoli che si frappongono alla crescita e incrementare il potenziale di crescita stesso. Questa è la strada che offre le migliori speranze di evitare una condizione di debolezza cronica. Le autorità non dovrebbero sprecare la finestra di opportunità offerta dal rafforzamento dell'economia.

La priorità maggiore è portare a compimento il risanamento dei bilanci bancari e rafforzare quelli dei settori non finanziari più colpiti dalla crisi. Purtroppo, nonostante tutti gli sforzi profusi finora, i rating che valutano la solidità finanziaria intrinseca delle banche – senza tenere conto del sostegno esterno – sono di fatto

peggiorati dopo la crisi (Capitolo VI). Ma i paesi dove le autorità si sono impegnate maggiormente per costringere le banche a riconoscere le perdite e a ricapitalizzarsi, come gli Stati Uniti, sono anche quelli dove la ripresa è stata più solida. Niente di nuovo in tutto ciò: prima della recente crisi, il diverso approccio seguito nei primi anni novanta dai paesi nordici e dal Giappone nella gestione delle rispettive crisi bancarie era comunemente ritenuto una delle ragioni principali della successiva divergenza in termini di performance economica. La verifica della qualità degli attivi e gli stress test che l'Unione europea metterà in atto prossimamente sono fondamentali per il raggiungimento di questo obiettivo. Più in generale, le banche dovrebbero essere incoraggiate a rafforzare ulteriormente la loro posizione patrimoniale, che è la base più solida per espandere il credito (Capitolo VI). Essenziale, poi, è il completamento delle riforme post-crisi del settore finanziario, di cui Basilea 3 è un elemento centrale.

L'indicazione che si ricava da tutto questo è che un mancato risanamento dei bilanci potrebbe indebolire il prodotto e il potenziale di crescita di un'economia nel più lungo periodo (Capitolo III). In altre parole, quella che gli economisti chiamano "isteresi" – l'impatto della persistenza di condizioni temporanee sul potenziale produttivo – può assumere diverse forme e dimensioni. Comunemente, si osserva che gli effetti di isteresi si manifestano attraverso carenze croniche della domanda aggregata. In particolare, i disoccupati perdono le loro competenze, diventando in questo modo meno produttivi e meno occupabili. Ma vi sono anche effetti importanti, probabilmente predominanti, che agiscono attraverso allocazioni distorte del credito e di altre risorse, e attraverso mercati poco flessibili dei beni, del lavoro e dei capitali. In letteratura se ne parla poco, ma meritano maggiore attenzione. Ne consegue che all'indomani di una recessione patrimoniale l'*allocazione* del credito conta più del suo ammontare *aggregato*. Se si tiene conto dell'eccesso di debito non sorprende che, come indica l'evidenza empirica, le riprese seguite alla crisi siano state generalmente "senza credito". E anche se il credito complessivo non dovesse crescere significativamente su base netta, è importante che a ottenerlo siano i prenditori meritevoli, non quelli biasimevoli.

Parallelamente al risanamento dei bilanci occorreranno anche riforme strutturali mirate. Le riforme strutturali giocano un triplice ruolo (Capitolo III). Per prima cosa, possono agevolare il necessario trasferimento di risorse tra settori, di fondamentale importanza dopo una recessione patrimoniale, contrastando in questo modo la debolezza dell'economia e accelerando la ripresa (si veda la Relazione annuale dello scorso anno). Per fare un esempio, probabilmente non è un caso che gli Stati Uniti, dove i mercati del lavoro e dei prodotti sono piuttosto flessibili, abbiano segnato una ripresa più robusta di quella dell'Europa continentale. Come seconda cosa, le riforme contribuiscono a innalzare il tasso di crescita sostenibile dell'economia nel più lungo periodo. Di fronte alle tendenze demografiche avverse, e a prescindere da tassi di partecipazione più elevati, incrementare la crescita della produttività è l'unico modo per potenziare la crescita economica nel lungo periodo. Infine, attraverso entrambi questi meccanismi, le riforme strutturali possono garantire alle imprese che ci sarà domanda in futuro, rafforzando quindi la domanda nell'immediato. Sebbene gli investimenti fissi delle imprese non siano deboli a livello globale, dove lo sono non è a causa di condizioni finanziarie restrittive. La combinazione di politiche strutturali varierà necessariamente da paese a paese, ma in molti casi non potrà prescindere da misure di deregolamentazione dei settori protetti, come i servizi, una maggiore flessibilità del mercato del lavoro, un innalzamento dei tassi di partecipazione e un ridimensionamento di un settore pubblico ipertrofico.

Porre più enfasi sul risanamento e sulle riforme implica porne relativamente meno sulla gestione espansiva della domanda.

Questo principio si applica alla politica di bilancio. Dopo l'iniziale stimolo fiscale, si è in parte riscoperta la necessità di garantire la sostenibilità a più lungo termine. Questo mutato atteggiamento va accolto con favore: mettere in ordine i conti pubblici è di vitale importanza e la tentazione di allontanarsi da questa strada va combattuta. Per quanto ristretto, ogni margine di manovra esistente dev'essere sfruttato in primo luogo per contribuire a risanare i bilanci del settore privato, usando i fondi pubblici come sostegno di ultima istanza. Dove l'esigenza è pressante, potrebbe essere impiegato anche per catalizzare i finanziamenti privati a beneficio di progetti infrastrutturali accuratamente selezionati (Capitolo VI). Per fare spazio a queste priorità, potrebbe rendersi necessario risparmiare su altre voci di spesa.

Lo stesso principio si applica anche alla politica monetaria. Un impegno maggiore sul versante del risanamento e delle riforme contribuirebbe ad allentare l'enorme pressione sulla politica monetaria. Un certo grado di accomodamento monetario è senza dubbio necessario, ma all'indomani della crisi si è chiesto troppo a questo strumento. I limiti della politica monetaria si fanno particolarmente sentire quando i tassi si approssimano alla soglia zero (Capitolo V): arrivati a quel punto, l'unico modo per fornire ulteriore stimolo è gestire le aspettative sulla traiettoria futura dei tassi ufficiali e usare i bilanci delle banche centrali per influenzare le condizioni finanziarie diverse dai tassi di interesse a breve. Queste politiche producono effettivamente un impatto sui prezzi delle attività e sui mercati, ma presentano evidenti limiti e un'incisività decrescente. I premi a termine e i premi al rischio non si possono comprimere oltre un certo punto, e negli ultimi anni hanno già raggiunto o quasi i minimi storici. Il deprezzamento del tasso di cambio può essere di aiuto ma, come discusso più avanti, solleva anche questioni delicate a livello internazionale, specialmente se viene percepito come una misura utilizzata a scapito di altri paesi.

Il rischio, con il tempo, è che la politica monetaria perda incisività e che i suoi effetti collaterali proliferino. Questi effetti collaterali sono ben noti (si vedano le precedenti Relazioni annuali). La politica monetaria può contribuire a rinviare l'aggiustamento dei bilanci incoraggiando, ad esempio, il rinnovo automatico (evergreening) dei crediti problematici. Può addirittura danneggiare la redditività e la solidità delle istituzioni finanziarie comprimendo i margini di interesse. Può favorire le forme sbagliate di assunzione di rischio. E può generare ripercussioni indesiderate su altre economie, specialmente quando i cicli finanziari non sono sincronizzati. È significativo che, a dispetto dell'euforia dei mercati finanziari, la crescita sia stata deludente: la catena di trasmissione appare seriamente danneggiata. Il mancato rilancio degli investimenti nonostante le condizioni finanziarie estremamente accomodanti ne è un esempio calzante (Capitolo III).

Tutto ciò solleva la questione dell'equilibrio fra i rischi relativi ai tempi e ai ritmi più opportuni per procedere alla normalizzazione della politica monetaria (Capitolo V). Contrariamente a quanto viene spesso affermato, le banche centrali devono prestare particolare attenzione ai rischi di un'uscita troppo tardiva e troppo graduale. Questo riflette le considerazioni economiche appena delineate: il saldo fra costi e benefici peggiora con il permanere di condizioni eccezionalmente accomodanti. Anche le preoccupazioni di ordine politico giocano un ruolo fondamentale. Come indica l'esperienza passata, dal mondo della finanza e della politica verranno pressioni enormi per rinviare e prolungare il processo di uscita. I benefici di politiche monetarie straordinariamente accomodanti possono apparire concreti, specie se li si giudica in base alla reazione dei mercati finanziari; i loro costi, purtroppo, diventeranno evidenti solo col tempo e a posteriori. È già successo fin troppe volte in passato.

A prescindere dagli sforzi di comunicazione delle banche centrali, difficilmente l'uscita sarà priva di intoppi. Preparare i mercati facendo chiarezza sulle proprie

intenzioni potrebbe avere l'effetto di infondere negli operatori più sicurezza del voluto, incoraggiandoli ad assumersi rischi ulteriori e gettando i semi di una reazione ancora più accentuata. Se anche fosse consapevole di questo effetto, la banca centrale potrebbe restare immobile per timore di precipitare proprio il brusco aggiustamento che cercava di evitare. Può venirsi a creare un circolo vizioso. E alla fine potrebbero essere i mercati a reagire per primi, se maturano la percezione che la banca centrale sia in ritardo. Anche questo aspetto indica che occorre prestare particolare attenzione ai rischi di un'uscita tardiva. Le fibrillazioni dei mercati non dovrebbero essere un motivo per rallentare il processo.

Paesi dove il boom finanziario è tuttora in corso o è giunto a una svolta

Nei paesi meno colpiti dalla crisi e che stanno sperimentando un boom finanziario, la priorità è affrontare l'accumulo di squilibri che potrebbe mettere a repentaglio la stabilità finanziaria e macroeconomica. Si tratta di una priorità urgente. Come visto nel maggio dello scorso anno, la normalizzazione della politica monetaria negli Stati Uniti potrebbe innescare rinnovate tensioni sui mercati (Capitolo II). La finestra di opportunità non va sprecata.

La sfida per questi paesi è cercare di contenere il boom e di rafforzare le difese contro un possibile bust. Innanzitutto, occorre inasprire le politiche prudenziali, specialmente attraverso l'impiego di strumenti macroprudenziali. La politica monetaria dovrebbe agire nella stessa direzione, mentre la politica di bilancio dovrebbe conservare sufficiente spazio di manovra per affrontare eventuali svolte del ciclo. Esattamente come negli altri paesi, inoltre, le autorità dovrebbero approfittare dell'attuale clima relativamente favorevole per attuare le necessarie riforme strutturali.

Il dilemma per la politica monetaria è particolarmente acuto. Fino a oggi le autorità hanno fatto affidamento principalmente su misure macroprudenziali per attutire i boom finanziari. Tali misure hanno indubbiamente rafforzato la resilienza del sistema finanziario, ma non si sono dimostrate altrettanto efficaci per contenere i boom (Capitolo VI). Il fardello del debito è cresciuto, così come la vulnerabilità dell'economia a un innalzamento dei tassi ufficiali. Dopo un periodo tanto prolungato di tassi così bassi, lo spazio di manovra si è ristretto (Capitolo IV). Specialmente per i paesi agli stadi più avanzati di un boom finanziario, la scelta ora è tra il rischio di anticipare la fase discendente del ciclo e il rischio di subire più avanti un tracollo finanziario di proporzioni ancora maggiori. Aggiustamenti più precoci e gradualmente sono preferibili.

Come interpretare la recente disinflazione

Negli ultimi anni la crescita dei prezzi si è attestata in diversi paesi su livelli insolitamente e persistentemente bassi, o è addirittura divenuta negativa. In alcuni casi ciò si è verificato contestualmente a una crescita sostenuta del prodotto e persino a segnali preoccupanti di un accumulo di squilibri finanziari. Un esempio è la Svizzera, dove i prezzi sono andati di fatto calando mentre il mercato dei mutui ipotecari è in pieno boom. Un altro esempio proviene da alcuni paesi nordici, dove l'inflazione è scesa al disotto degli obiettivi e l'andamento del prodotto è leggermente più debole. Il caso più tristemente noto è quello del Giappone, dove i prezzi cominciarono a flettere dopo il bust finanziario degli anni novanta e hanno continuato a farlo fino a poco tempo fa, sebbene il loro calo cumulato sia stato di appena 4 punti percentuali. Più di recente, sono stati espressi timori per il basso livello dell'inflazione nell'area dell'euro.

Per decidere come reagire, è importante valutare attentamente i fattori che determinano i prezzi e la loro persistenza, nonché analizzare con occhio critico

l'efficacia e i possibili effetti collaterali degli strumenti a disposizione (Capitoli III e V). Ad esempio, vi è motivo di ritenere che le forze della globalizzazione stiano ancora esercitando benefiche pressioni al ribasso sui prezzi. Prima della crisi, questo fenomeno ha aiutato le banche centrali a tenere a bada l'inflazione anche mentre si stavano sviluppando boom finanziari. Allorché i tassi ufficiali scendono alla soglia zero e persistono gli influssi negativi di una recessione patrimoniale, la politica monetaria non è tuttavia lo strumento migliore per innalzare la domanda e di conseguenza l'inflazione. Inoltre, può insinuarsi il sospetto di svalutazioni competitive, poiché in un contesto di debolezza generalizzata il modo più efficace per incrementare il prodotto e i prezzi è svalutare il tasso di cambio.

Più in generale, è fondamentale discutere senza pregiudizi dei rischi e dei costi di un calo dei prezzi. La parola "deflazione" è altamente connotata: evoca immediatamente lo spettro della Grande Depressione, ma in realtà la Grande Depressione non fu la regola bensì l'eccezione, sia per l'intensità delle flessioni dei prezzi sia per le perdite di prodotto a esse associate (Capitolo V). Storicamente, i periodi di calo dei prezzi hanno spesso coinciso con una crescita sostenuta del prodotto. E l'esperienza di decenni più vicini a noi non fa eccezione. Inoltre, le condizioni sono cambiate notevolmente rispetto agli anni trenta, non ultimo per quanto riguarda la flessibilità al ribasso dei salari. Questa non è una ragione per ignorare i rischi e i costi di un calo dei prezzi: essi devono essere monitorati e valutati attentamente, specialmente quando il livello di indebitamento è elevato. Ma è una ragione per evitare reazioni istintive dettate dall'emozione.

Le sfide nel più lungo periodo: adeguare l'impostazione delle politiche

La sfida principale nel lungo periodo è adeguare l'impostazione delle politiche in modo da promuovere una crescita sana e sostenibile. Questo significa due cose, collegate tra loro.

La prima è che l'unico modo di rafforzare la crescita in maniera sostenibile è lavorare a riforme strutturali in grado di incrementare la produttività e sviluppare la resilienza dell'economia. È un problema vecchio e ben noto (Capitolo III). Come osservato, la crescita della produttività nelle economie avanzate è da tempo in declino. Certo, per un'economia che è arrivata allo stadio di maturazione, ciò può essere in parte il risultato naturale di uno spostamento della domanda verso settori dove la produttività misurata è più bassa, come i servizi. Ma in parte è sicuramente il risultato dell'incapacità di intraprendere riforme ambiziose. La tentazione di rimandare l'aggiustamento può rivelarsi irresistibile, specialmente quando l'economia tira e i boom finanziari spargono per ogni dove la polverina magica di un'illusoria ricchezza. La conseguenza è un modello di crescita che fa troppo affidamento sul debito, sia privato sia pubblico, e che pian piano crea le premesse per il proprio fallimento.

La seconda sfida, più nuova, consiste nell'adeguare l'impostazione delle politiche per affrontare in modo più sistematico il ciclo finanziario. Se non si tiene sotto osservazione l'andamento del ciclo finanziario si può finire, senza volerlo, per reagire in modo sproporzionato ad andamenti di breve termine del prodotto e dell'inflazione, generando problemi più grandi in futuro. Più in generale, adottare politiche asimmetriche su cicli economici e finanziari successivi può produrre nel tempo serie distorsioni, nonché il rischio che l'instabilità si radichi nell'economia. Le politiche che non cercano di contrastare i boom, ma procedono a un allentamento aggressivo e persistente durante i bust, distorcono verso il basso i tassi di interesse e verso l'alto i livelli di indebitamento, rendendo in definitiva più difficile alzare i tassi senza danneggiare l'economia: è la trappola del debito. Le crisi finanziarie sistemiche non diventano meno frequenti o meno intense, il debito pubblico e

privato continua a crescere, l'economia non riesce a raggiungere una traiettoria sostenibile più elevata e la politica monetaria e quella di bilancio rimangono senza più cartucce da sparare. Col tempo, le politiche perdono la loro efficacia e rischiano di incoraggiare proprio quelle condizioni che cercavano di prevenire. Al riguardo, gli economisti parlano di "incoerenza temporale": prese isolatamente, le misure possono apparire convincenti, ma messe in sequenza portano le autorità fuori strada.

Come già accennato, stando alle indicazioni disponibili è possibile stia accadendo proprio questo. Il margine di manovra delle politiche si sta riducendo, mentre il debito continua a crescere. E guardando al passato recente non è difficile trovare esempi in cui le politiche sono apparse eccessivamente focalizzate sugli andamenti di breve periodo. Si pensi alla risposta ai crolli del mercato azionario del 1987 e del 2000, e ai rallentamenti economici che ne seguirono (Capitolo IV): in entrambi i casi, per attutire il colpo, le politiche – in particolare la politica monetaria – furono energicamente allentate, mentre l'inasprimento successivo fu solo graduale. Sebbene l'economia stesse rallentando, il boom finanziario, sotto forma di incrementi del credito e dei prezzi degli immobili, acquistò slancio, in parte per effetto dell'allentamento. Esso si tramutò in tracollo pochi anni dopo, provocando gravi tensioni finanziarie e danni all'economia. Paradossalmente, la globalizzazione dell'economia reale ha conferito una forza e un'ampiezza maggiori ai boom finanziari: ha innalzato le aspettative di crescita, elevando in questo modo i boom all'ennesima potenza, e al contempo ha messo un freno ai prezzi, riducendo la necessità di inasprire la politica monetaria.

Tutto ciò ha implicazioni anche per quanto riguarda l'interpretazione della tendenza al calo dei tassi di interesse dagli anni novanta in poi. Alcuni osservatori attribuiscono questo declino a forze più profonde che generano una carenza cronica della domanda. Secondo tale interpretazione, la politica monetaria ha reagito passivamente a tali forze, evitando così danni maggiori per l'economia. Ma una politica che propende sistematicamente verso l'allentamento può rappresentare di per sé un fattore importante, poiché interagisce con la forza distruttiva del ciclo finanziario. Il ritorno dei tassi di interesse su livelli più normali è ostacolato dall'accumulo di debito, unito alle distorsioni nelle dinamiche di produzione e investimento associate proprio al livello insolitamente basso dei tassi di interesse: in pratica, i tassi bassi si legittimano da soli. Minacciando di indebolire ulteriormente i bilanci, le pressioni al ribasso sui prezzi delle attività che si profilano per effetto delle tendenze demografiche avverse non possono che esacerbare questo processo.

Cosa occorre per adeguare l'impostazione delle politiche economiche? Gli aggiustamenti necessari riguardano sia l'impostazione a livello nazionale sia il modo in cui le politiche interagiscono a livello internazionale.

La strategia generale per l'impostazione delle politiche a livello nazionale dovrebbe essere quella di accumulare riserve precauzionali durante il boom finanziario, da poter utilizzare durante il bust. Queste riserve accrescerebbero la capacità di tenuta dell'economia nella fase di recessione. Inoltre, agendo come una sorta di ancora, potrebbero contenere l'intensità del boom. Esse avrebbero l'effetto di rendere le politiche meno procicliche, facendole rispondere in modo più simmetrico alle fasi ascendenti e discendenti del ciclo finanziario, ed evitando così la progressiva erosione del loro spazio di manovra nel tempo.

Per quanto riguarda la politica prudenziale, questo significa rafforzare l'orientamento sistemico o macroprudenziale. Gli strumenti disponibili, come i requisiti patrimoniali o il rapporto fra valore dei prestiti e valore delle garanzie, devono essere adeguati in modo da ridurre la prociclicità. Per quanto riguarda la politica monetaria, significa essere pronti a un inasprimento ogni volta che insorgono segnali di un accumulo di squilibri finanziari, anche se l'inflazione appare

sotto controllo nel breve periodo. E per quanto riguarda la politica di bilancio, significa usare la massima cautela nel valutare la solidità dei conti pubblici durante i boom finanziari, e prendere misure correttive. Significa anche definire un sistema fiscale che non privilegi il capitale di debito a scapito del capitale di rischio.

Dopo la crisi le politiche si sono effettivamente mosse in questa direzione, ma in misura diversa. E c'è ancora altro da fare.

La politica prudenziale è quella che ha fatto più strada. Basilea 3, in particolare, ha introdotto un buffer patrimoniale anticiclico per le banche nel quadro di una tendenza più generale verso l'adozione di assetti macroprudenziali nazionali.

La politica monetaria ha compiuto passi avanti. È ormai generalmente riconosciuto che la stabilità dei prezzi non garantisce la stabilità finanziaria. Inoltre, una serie di banche centrali ha modificato l'assetto delle proprie politiche incorporandovi la possibilità di procedere a un inasprimento durante le fasi di boom. Una novità fondamentale è stato l'allungamento dell'orizzonte di riferimento delle banche centrali. Detto questo, non c'è consenso unanime sull'auspicabilità di adeguamenti di questo tipo, e gli effetti collaterali di un allentamento prolungato e aggressivo dopo un tracollo finanziario continuano a essere oggetto di dibattito.

La politica di bilancio è quella che è rimasta più indietro. Manca un'adeguata consapevolezza degli enormi effetti di abbellimento che un boom finanziario produce sui conti pubblici, determinando una sopravvalutazione del prodotto e della crescita potenziali (Capitolo III), riempiendo con particolare generosità le casse dello Stato e mascherando l'accumulo di passività potenziali che si paleserebbero al momento di affrontare le conseguenze di un bust. Durante i rispettivi boom, ad esempio, l'Irlanda e la Spagna potevano vantare un rapporto debito pubblico/PIL in calo e avanzi di bilancio che, si è scoperto poi, non erano adeguatamente corretti per gli effetti del ciclo. Manca, specularmente, un'adeguata consapevolezza dei limiti di una politica di bilancio espansiva durante una recessione patrimoniale: l'opinione prevalente è che la politica di bilancio sia addirittura più efficace in condizioni di questo tipo.

Per la politica monetaria, le sfide sono particolarmente complesse. L'idea di fondo è di allungare l'orizzonte di riferimento oltre i due anni circa su cui si focalizzano tipicamente le banche centrali. Naturalmente, non si tratta di estendere in modo meccanico l'orizzonte delle previsioni, bensì di consentire una valutazione più sistematica e strutturata dei rischi che i cicli finanziari, più lenti, pongono per la stabilità macroeconomica, l'inflazione e l'efficacia degli strumenti di policy. In questo modo diventerebbe anche più facile riconciliare le considerazioni di ciclo finanziario e quelle di inflazione: la chiave è combinare l'enfasi su una stabilità dei prezzi sostenibile con una maggiore tolleranza verso scostamenti temporanei dagli obiettivi di inflazione e apprezzamenti del tasso di cambio. Ciò detto, le sfide sul piano della comunicazione sono di enorme portata.

Passando all'interazione fra le politiche monetarie nazionali, la sfida consiste nell'affrontare le complicazioni che derivano dall'elevata integrazione dell'economia mondiale. In un mondo siffatto, la necessità di un'azione collettiva, ossia di cooperazione, è ineludibile. Le politiche nazionali, prese singolarmente, sono meno efficaci. E abbondano i problemi di incentivi: le autorità nazionali possono essere tentate di agire opportunisticamente, o possono essere spinte da pressioni politiche a ignorare l'impatto negativo del loro operato su altri paesi.

La cooperazione è messa continuamente alla prova: avanza e indietreggia. Dopo la crisi ha progredito notevolmente nel campo della regolamentazione finanziaria e delle questioni fiscali. Prova ne sono la revisione del quadro regolamentare del settore finanziario, in particolare Basilea 3 e i lavori coordinati dal Financial Stability Board, nonché le recenti iniziative sulla tassazione condotte sotto l'egida del G20. In queste aree, la necessità di cooperazione è stata pienamente riconosciuta.

Al contrario, in campo monetario continua a prevalere l'idea che ognuno sia responsabile di "tenere in ordine casa propria": come è stato argomentato più dettagliatamente altrove², esistono evidenti margini di miglioramento a tale proposito. Quanto detto finora indica che l'interazione fra le politiche monetarie nazionali presenta rischi per l'economia globale. Tali rischi si riflettono nel modo più lampante nelle condizioni monetarie e finanziarie straordinariamente accomodanti nel mondo intero e nell'accumulo di squilibri finanziari in certe regioni. Le autorità nazionali dovrebbero come minimo tener conto degli effetti del loro operato sulle altre economie, e dei corrispondenti effetti di retroazione sulla propria giurisdizione. Le economie maggiori indubbiamente cercano già di farlo. Ma se i loro quadri di riferimento analitici non mettono al centro delle valutazioni le fasi ascendenti e discendenti del ciclo finanziario, e omettono di considerare la miriade di interconnessioni finanziarie che tengono insieme l'economia globale, questi effetti di retroazione finiranno per essere drammaticamente sottostimati.

Conclusioni

L'economia mondiale fatica a uscire dal cono d'ombra della Grande Crisi Finanziaria. Il retaggio della crisi è capillare. È evidente nei livelli relativamente alti di disoccupazione nelle economie colpite dalla crisi, malgrado la crescita del prodotto abbia ripreso forza, nella sconnessione tra la straordinaria vivacità dei mercati finanziari e la fiacchezza degli investimenti, nella crescente dipendenza dei mercati finanziari dalle banche centrali, nell'aumento del debito pubblico e privato e nel rapido restringimento del margine di manovra delle politiche economiche.

La tesi di questo capitolo è che per tornare a una crescita sana e sostenibile è necessario apportare aggiustamenti alla combinazione e all'impostazione attuali delle politiche economiche. Questi aggiustamenti devono partire dal riconoscimento che la recessione patrimoniale post-crisi è meno malleabile alle tradizionali politiche di gestione della domanda aggregata e rende ancora più importanti il risanamento dei bilanci e le riforme strutturali, che i boom e i bust finanziari sono diventati una grave minaccia alla stabilità macroeconomica e che l'unica fonte di prosperità duratura è il rafforzamento del lato dell'offerta, in particolare una crescita più alta della produttività. Dovrebbero inoltre basarsi sulla premessa che tenere in ordine casa propria, in un'economia globale fortemente integrata, è una condizione necessaria ma non sufficiente a garantire prosperità: per raggiungere questo obiettivo è essenziale la cooperazione internazionale.

Nel breve periodo, il compito principale è sfruttare la finestra di opportunità offerta dall'attuale ripresa della crescita mondiale. Occorre fare relativamente meno affidamento sui tradizionali stimoli alla domanda aggregata e più affidamento sul risanamento dei bilanci e le riforme strutturali, specialmente nelle economie colpite dalla crisi. La politica monetaria, in particolare, da troppo tempo è gravata di un fardello eccessivo. Dopo tutti questi anni di eccezionale espansione monetaria, il rischio di una normalizzazione troppo lenta e troppo tardiva merita particolare attenzione. Inoltre, dove è il caso, la risposta alle pressioni disinflazionistiche inattese deve tenere accuratamente in considerazione la natura e la persistenza delle forze all'opera, la ridotta efficacia della politica monetaria e i suoi effetti collaterali. Nei paesi in cui è in corso un forte boom finanziario, la priorità è rafforzare le difese per

² J. Caruana, "International monetary policy interactions: challenges and prospects", intervento alla conferenza CEMLA-SEACEN intitolata *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.

poter affrontare un potenziale bust. Anche in questi casi le riforme strutturali non devono essere rimandate.

Nel più lungo periodo, il compito principale è adeguare l'impostazione delle politiche in modo da rendere la crescita meno dipendente dal debito e da contenere il potere distruttivo del ciclo finanziario. Politiche macroeconomiche e prudenziali più simmetriche nell'arco di tale ciclo consentirebbero di evitare una persistente propensione all'allentamento, che con il tempo rischia di consolidare l'instabilità ed esaurire il margine di manovra delle politiche.

Non agire comporta rischi che non vanno sottovalutati. L'economia mondiale potrebbe essere avviata lungo una traiettoria insostenibile, e a un certo punto l'apertura del commercio internazionale e l'ordine finanziario che conosciamo oggi potrebbero correre seri pericoli. Finora gli assetti istituzionali hanno dato prova di notevole resilienza al drammatico shock della crisi finanziaria. Ma non è una cosa che si può dare per scontata, specialmente se dovessero riaffiorare gravi tensioni finanziarie. Le voci ricorrenti di "guerre valutarie" sono particolarmente preoccupanti: dove le politiche espansive interne non funzionano come previsto, il deprezzamento del tasso di cambio può finire per essere visto come l'unica soluzione. Ma l'allentamento competitivo rischia di essere un gioco a somma negativa, se tutti cercano di usare la stessa arma e i costi interni superano i benefici. Preoccupante è anche la crescente tentazione degli Stati nazionali di abbandonare i faticosi ma preziosissimi sforzi per favorire l'integrazione internazionale.

Nel frattempo, il consenso sui pregi della stabilità dei prezzi comincia a sfilacciarsi. E via via che si affievolisce il ricordo dei costi e della persistenza dell'inflazione, potrebbe crescere la tentazione di alleggerire l'enorme onere del debito attraverso una combinazione di inflazione, repressione finanziaria e autarchia.

C'è molto da fare. È necessaria una nuova bussola. Questo capitolo introduttivo ha delineato la direzione generale del viaggio. Restano da risolvere importanti sfide analitiche e operative se si vogliono affrontare in maniera adeguata i boom e i bust finanziari. Alcuni degli strumenti utilizzabili sono descritti nelle pagine che seguono, ma occorre fare molto di più. Sul piano politico, poi, le sfide sono ancora più ardue. Come insegna la storia, la prospettiva di lungo periodo non trova mai molti adepti. Pochi sono disposti a tenere a freno un boom finanziario che porta a tutti un'illusione di ricchezza. O ad astenersi da rimedi facili e immediati quando il prodotto rallenta, anche se tali rimedi rischiano di gettare benzina sul fuoco di boom finanziari già insostenibili. O ad affrontare di petto i problemi dei bilanci durante una crisi, quando sembrano esserci altre vie d'uscita, apparentemente più facili. La tentazione di imboccare scorciatoie è semplicemente troppo forte, anche se queste scorciatoie, alla fine, non portano da nessuna parte.

La strada da percorrere è sicuramente lunga. Una ragione in più per non rimandare la partenza.

II. I mercati finanziari internazionali sotto l'incantesimo della politica monetaria

L'acuta sensibilità dei mercati finanziari alla politica monetaria è stato uno dei tratti distintivi del periodo in esame. I prezzi delle attività hanno reagito ai cambiamenti di rotta prospettati nella politica monetaria delle principali economie avanzate in misura ancora più marcata rispetto agli anni precedenti. Un ruolo fondamentale lo hanno giocato le aspettative sulla politica monetaria statunitense: i primi passi della Federal Reserve verso una normalizzazione della politica monetaria hanno aperto la porta nel maggio-giugno 2013 a un'ondata di vendite sui mercati obbligazionari, che si è riverberata in tutto il mondo. Questo episodio di turbolenza, tuttavia, non ha minato la tendenza degli investitori a ricercare rendimenti più elevati, una tendenza che si osserva ormai da tempo in un contesto di bassa volatilità e bassi costi di finanziamento.

Le politiche monetarie fortemente accomodanti nelle economie avanzate hanno contribuito notevolmente a far crescere le valutazioni delle attività rischiose durante tutto il 2013 e nella prima metà del 2014. I tassi di interesse bassi e la volatilità contenuta hanno incoraggiato gli operatori di mercato ad assumere posizioni con un profilo di rischio più elevato. Gli spread sulle obbligazioni societarie e sui titoli di Stato nelle economie avanzate sono scesi gradualmente ai minimi post-crisi, perfino nei paesi alle prese con una recessione. Le vigorose emissioni di titoli a più basso rating hanno incontrato una forte domanda e i mercati azionari hanno toccato nuovi massimi. In alcuni casi le valutazioni hanno dato segnali di essersi sganciate dai fondamentali e la volatilità di numerose classi di attività si è avvicinata ai minimi storici.

Le economie emergenti (EME), tuttavia, si sono dimostrate più vulnerabili alle variazioni delle condizioni globali. All'indomani dell'ondata di vendite del 2013 le loro attività hanno subito perdite più pronunciate di quelle delle economie avanzate, con cali persistenti sui mercati obbligazionari, azionari e valutari. Il generale disimpegno degli investitori è arrivato nel momento in cui diverse EME si trovavano a fare i conti con condizioni interne sfavorevoli. Quelle che presentavano fondamentali più solidi se la sono cavata meglio, ma non ne sono uscite completamente indenni. Mentre le economie avanzate intravedevano segnali di ripresa economica, nelle EME le prospettive di crescita complessive si sono deteriorate rispetto alle aspettative precedenti incorporate nei prezzi delle attività, segnando tuttavia un lieve recupero nella prima metà del 2014.

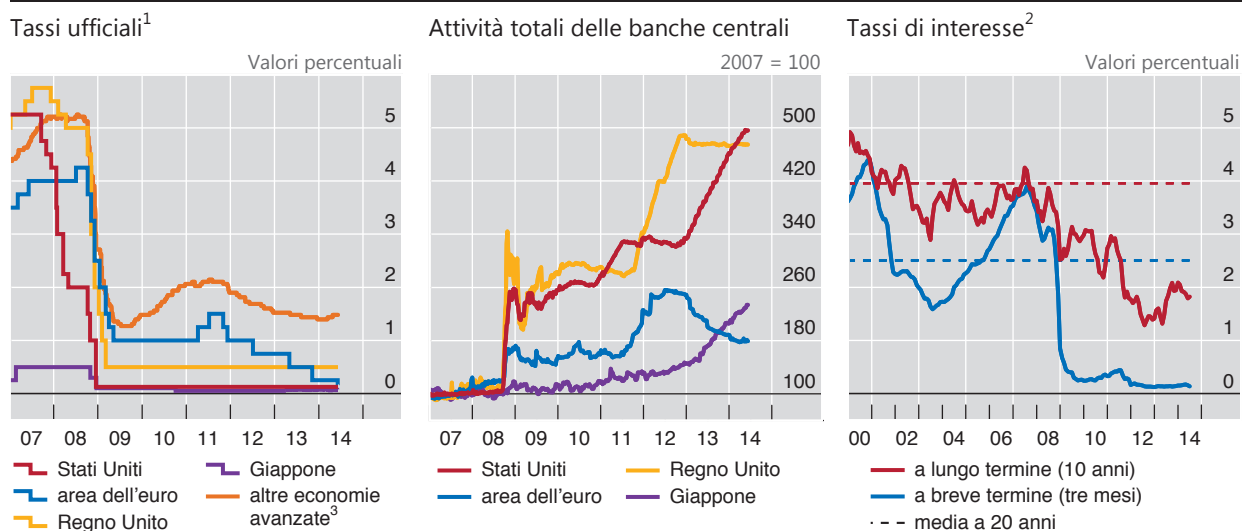
Nella sezione qui di seguito verranno descritti i principali sviluppi sui mercati finanziari globali dall'aprile 2013, mentre in quella successiva l'attenzione sarà focalizzata sulle EME e sulla differenziazione fra paesi operata dagli investitori durante due episodi diversi di pressione dei mercati. Nell'ultima sezione saranno analizzati gli effetti delle politiche delle banche centrali sull'attività nel mercato finanziario e i prezzi delle attività, e il comportamento adottato dagli investitori nella loro "corsa al rendimento" in un contesto di tassi di interesse bassi.

L'anno in rassegna: un percorso accidentato alla ricerca di rendimento

Nei primi mesi del 2013 le banche centrali delle maggiori economie avanzate erano ancora in larga parte sintonizzate sulla frequenza dell'allentamento (grafico II.1). I tassi ufficiali rimanevano alla soglia zero (grafico II.1 diagramma di sinistra),

La politica monetaria accomodante nelle economie avanzate comprime i rendimenti obbligazionari

Grafico II.1



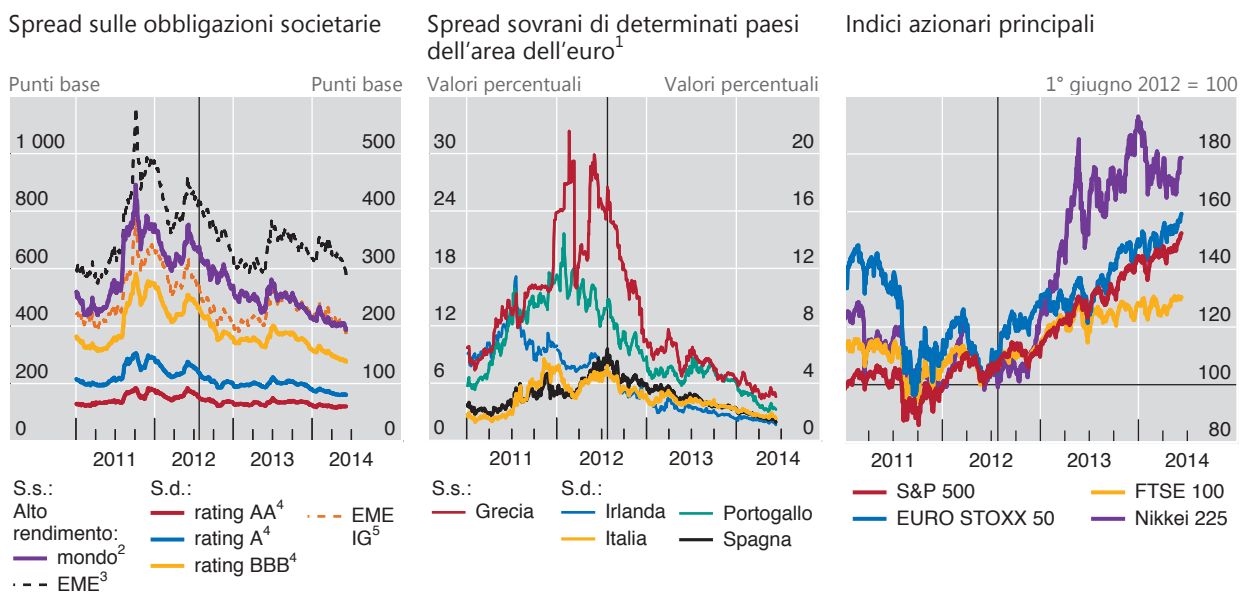
¹ Tasso ufficiale o alternativa più prossima; per le fasce obiettivo, punto centrale. ² Basati sulle medie mensili dei tassi nominali giornalieri; media semplice di area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. ³ Media semplice di Australia, Canada, Nuova Zelanda, Norvegia, Svezia e Svizzera.

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

mentre i bilanci delle banche centrali continuavano a espandersi (grafico II.1, diagramma centrale, e Capitolo V). Agli inizi del 2013 i rendimenti nominali di riferimento erano ancora prossimi ai minimi storici raggiunti nel 2012 dopo vari anni di accomodamento monetario (grafico II.1, diagramma di destra). Sebbene i rendimenti obbligazionari a lungo termine siano aumentati a metà 2013, la prospettiva che i tassi nei mercati maggiori ("core") del debito sovrano sarebbero rimasti su livelli contenuti ha contribuito a una persistente ricerca di rendimento.

Tale ricerca si è spinta verso i titoli di Stato europei più rischiosi, le obbligazioni societarie di qualità inferiore e i titoli delle EME (grafico II.2). Gli spread sui titoli dei soggetti sovrani europei a più basso rating hanno continuato a restringersi, allentando le condizioni di finanziamento di questi prenditori e prolungando la fase positiva cominciata dopo l'annuncio del programma di operazioni definitive monetarie (ODM) della BCE nel 2012 (grafico II.2, diagramma centrale). Il contesto di tassi di interesse bassi ha anche rafforzato i mercati azionari delle economie avanzate, che nel 2013 hanno proseguito la loro ascesa, parallelamente a un graduale miglioramento delle prospettive economiche di tali economie e all'aspettativa che le politiche monetarie accomodanti avrebbero continuato a sostenere i prezzi delle attività (grafico II.2, diagramma di destra).

I mercati sono entrati in una fase più turbolenta ai primi di maggio 2013. All'indomani della pubblicazione di dati incoraggianti sul mercato del lavoro negli Stati Uniti, le dichiarazioni rilasciate da funzionari della Federal Reserve sono state interpretate dagli investitori come il segnale che la banca centrale si apprestava a rallentare il ritmo degli acquisti di attività finanziarie e ad abbandonare la politica di allentamento quantitativo. Dopo un periodo prolungato di accomodamento monetario straordinario, la discussione di una riduzione graduale degli acquisti di attività finanziarie (tapering) ha colto di sorpresa molti operatori di mercato. Le aspettative di un cambiamento significativo della politica monetaria hanno



La linea verticale nera indica il 26 luglio 2012, data dell'intervento di Mario Draghi, Presidente della BCE, alla Global Investment Conference di Londra.

¹ Differenziale di rendimento fra il titolo di Stato a 10 anni e il corrispondente titolo tedesco. ² Differenziali corretti per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) basati sull'indice BofA Merrill Lynch Global Non-Financial High Yield, che rileva l'andamento del debito denominato in dollari USA, dollari canadesi, sterline o euro emesso dalle imprese (non finanziarie) con rating inferiore all'investment grade e collocato pubblicamente nei principali mercati interni o internazionali. ³ Differenziali corretti per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) basati sull'indice BofA Merrill Lynch High Yield Emerging Markets Corporate Plus, che rileva l'andamento del debito denominato in dollari USA o euro emesso da prenditori non sovrani con rating pari o inferiore a BB1 delle EME e collocato pubblicamente nei principali mercati interni o internazionali. ⁴ Differenziali corretti per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) basati sull'indice BofA Merrill Lynch Global Broad Market Industrials, che rileva l'andamento del debito emesso dalle imprese (del settore industriale) con rating investment grade e collocato pubblicamente nei principali mercati interni o internazionali. ⁵ IG = investment grade. Differenziali corretti per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) basati sull'indice BofA Merrill Lynch High Grade Emerging Markets Corporate Plus, che rileva l'andamento del debito denominato in dollari USA o euro emesso da prenditori non sovrani con rating da AAA a BBB3 delle EME e collocato pubblicamente nei principali mercati interni o internazionali.

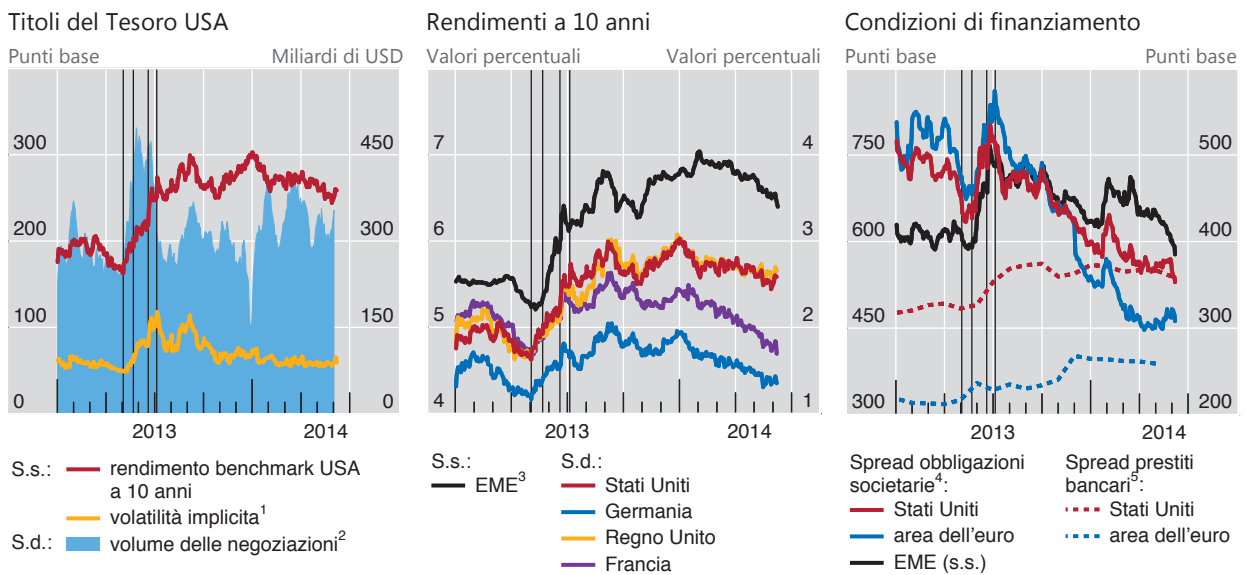
Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; elaborazioni BRI.

scatenato un'ondata di vendite sui mercati obbligazionari. I tassi correnti e le indicazioni prospettiche fornite dalla banca centrale (forward guidance) hanno ancorato il segmento a breve (fino a due anni) della curva dei rendimenti USA. Ma nel nuovo clima di incertezza sulla natura e i tempi della normalizzazione della politica monetaria, ai primi di luglio i rendimenti dei titoli a lungo termine erano cresciuti di 100 punti base, contestualmente a un'impennata del volume delle contrattazioni e della volatilità (grafico II.3, diagramma di sinistra).

L'ondata di vendite che ha interessato i titoli del Tesoro USA ha avuto ripercussioni globali, investendo un'ampia gamma di classi di attività sia nelle economie avanzate sia nelle economie emergenti. I rendimenti dei titoli di Stato "core" dell'area dell'euro sono aumentati significativamente, pur in assenza di segnali di una crescita dell'inflazione o di un rialzo dei tassi da parte della BCE; i rendimenti obbligazionari delle EME sono cresciuti ancora più di quelli statunitensi (grafico II.3, diagramma centrale). I prezzi dei mortgage-backed securities sono calati, seguiti a distanza di poche settimane dai titoli azionari. Anche gli spread sulle obbligazioni societarie e i prestiti bancari sono aumentati (grafico II.3, diagramma di destra). La crescita dei rendimenti nelle economie avanzate, combinata ad altri

L'ondata di vendite nel mercato obbligazionario provoca un temporaneo inasprimento finanziario

Grafico II.3



Le linee verticali nere indicano la pubblicazione di dati superiori alle attese relativi all'occupazione statunitense il 3 maggio e il 5 luglio 2013, nonché le notizie e gli annunci della Federal Reserve relativi alla prospettata riduzione graduale (tapering) degli acquisti di attività finanziarie il 22 maggio e il 19 giugno 2013.

¹ Indice Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE), che misura la volatilità implicita dei rendimenti dei titoli del Tesoro nell'orizzonte di un mese e si basa sulla media ponderata dei contratti di opzione sui titoli del Tesoro a due, cinque, 10 e 30 anni. ² Volume giornaliero delle contrattazioni di bond, note e bill del Tesoro USA, segnalato da ICAP; media mobile centrata a 10 giorni. ³ Indice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, rendimento a scadenza. L'indice JP Morgan GBI-EM fornisce una misura esauriente del debito pubblico a tasso fisso in moneta locale emesso nelle EME. ⁴ Differenziali corretti per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) delle obbligazioni societarie ad alto rendimento. ⁵ Tassi sui prestiti bancari meno tassi ufficiali corrispondenti. Medie non ponderate di tassi composti sui prestiti alle famiglie e alle imprese non finanziarie.

Fonti: BCE; Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

fattori, ha innescato una prima ondata di pressioni in vendita sulle attività delle EME. Mentre gli investitori nei fondi di investimento delle economie avanzate si sono spostati dalle obbligazioni alle azioni, nel caso dei fondi delle EME il disimpegno ha riguardato tutte le classi di attività (si veda oltre).

Reagendo a semplici percezioni di cambiamenti futuri nella politica monetaria, i mercati hanno indotto un inasprimento delle condizioni di finanziamento ben prima che le maggiori banche centrali rallentassero effettivamente gli acquisti di titoli o alzassero i tassi. Per alleviare la situazione, le autorità monetarie su entrambe le sponde dell'Atlantico si sono sentite in dovere di rassicurare i mercati. Le turbolenze si sono attenuate agli inizi di luglio quando la Federal Reserve, la BCE e la Bank of England hanno comunicato o ribadito le loro indicazioni prospettiche riguardo al percorso della politica monetaria (Capitolo V).

I mercati nelle economie avanzate si sono rapidamente scrollati di dosso la paura del tapering, rivitalizzando la corsa al rendimento (grafico II.2). L'episodio di elevata volatilità non ha intaccato più di tanto la relativa attrattività delle classi di attività più redditizie, considerando che i rendimenti di riferimento sono rimasti su livelli bassi rispetto ai parametri storici (grafico II.1, diagramma di destra). L'effetto combinato delle migliori prospettive di crescita negli Stati Uniti e della decisione della Federal Reserve nel settembre 2013 di rinviare la stretta monetaria ha favorito ulteriori guadagni sui mercati obbligazionari e azionari nell'ultimo trimestre del

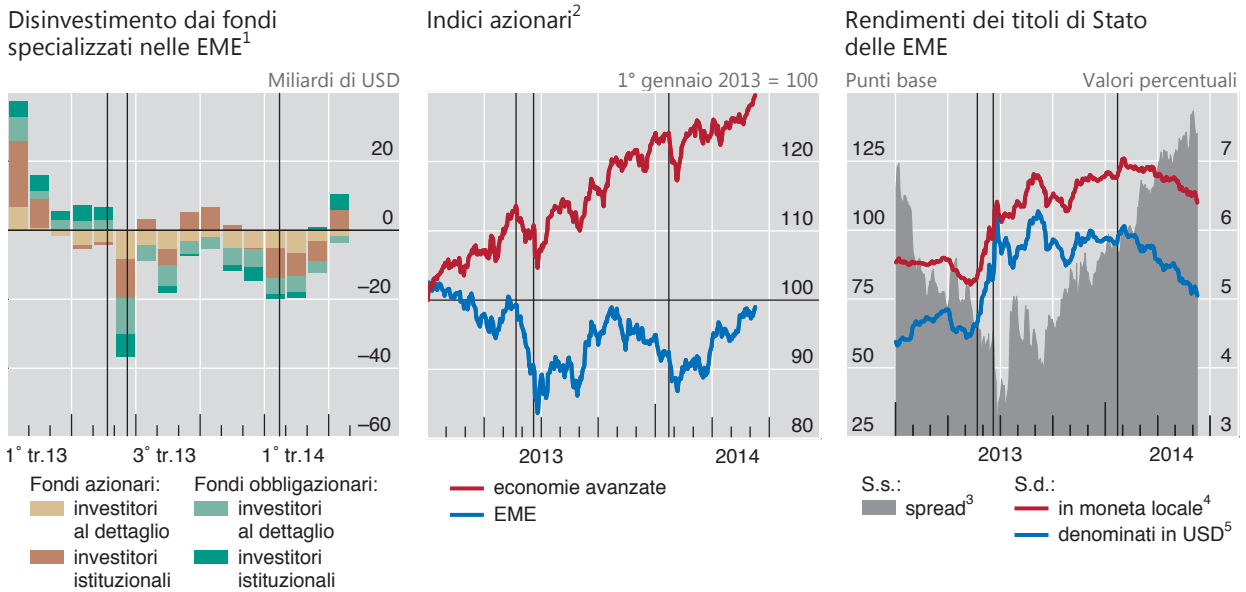
2013. I mercati hanno digerito senza problemi persino l'eventualità di un default tecnico degli Stati Uniti, rientrata a metà ottobre al termine di 16 giorni di sospensione delle attività non essenziali del governo federale. E quando la Federal Reserve ha annunciato in dicembre di voler ridurre progressivamente gli acquisti di attività finanziarie a partire dal gennaio 2014 la reazione dei mercati è stata contenuta. Nell'insieme del 2013 tutte le principali borse valori hanno guadagnato dal 14 al 57% (grafico II.2, diagramma di destra).

Nella prima metà del 2014 l'ottimismo degli investitori ha continuato ad alimentare un rialzo delle valutazioni a dispetto delle incertezze macroeconomiche e geopolitiche (grafico II.2). Verso la fine di gennaio i timori che la debolezza dell'attività economica statunitense fosse dovuta a qualcosa di più che ai soli fattori meteorologici e una seconda ondata di pressioni in vendita sulle attività delle EME hanno compromesso il clima di fiducia degli investitori fino a metà febbraio. Le tensioni sui mercati si sono rapidamente placate quando le autorità delle economie avanzate hanno ribadito il loro sostegno a politiche mirate a stimolare la ripresa economica (Capitolo V). Un ulteriore allentamento delle condizioni finanziarie si è avuto grazie al miglioramento delle prospettive macroeconomiche nelle economie avanzate (Capitolo III). I mercati hanno continuato a dar prova di resilienza agli episodi di stress, comprese le tensioni geopolitiche legate alla crisi in Ucraina: il mercato azionario russo e il rublo dapprima hanno perso rispettivamente il 15 e il 10% fra gennaio e metà marzo, ma in seguito hanno recuperato gran parte delle perdite. Ancora una volta la comunicazione della Federal Reserve e della BCE, unita a dati economici più incoraggianti, ha contribuito a sostenere i mercati creditizi e le borse valori, le quali hanno segnato nuovi record nei mesi di maggio e giugno 2014.

I prenditori sovrani dei paesi periferici dell'area dell'euro hanno beneficiato largamente di questi sviluppi, cui si sono aggiunte le nuove misure espansive rese note dalla BCE agli inizi di giugno di quest'anno. I loro spread rispetto al Bund decennale, il cui rendimento è sceso sotto l'1,5%, hanno toccato il livello più basso dallo scoppio della crisi (grafico II.2, diagramma centrale). I rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni di Spagna e Italia sono così scesi al disotto del 3% rispettivamente in maggio e agli inizi di giugno. Approfittando delle condizioni di finanziamento favorevoli la Grecia, che dal 2010 aveva perso l'accesso ai mercati obbligazionari, ha emesso in aprile un'obbligazione quinquennale accolta da richieste superiori all'importo collocato, che le ha consentito di raccogliere €3 miliardi a un rendimento inferiore al 5%. Analogamente, il Portogallo ha effettuato in aprile la prima asta regolare di titoli di Stato da quando nel maggio 2011 aveva ottenuto di accedere al programma di assistenza, collocando obbligazioni decennali a un tasso del 3,57%. L'Irlanda, che aveva già emesso con successo un'obbligazione quinquennale a metà 2012, è uscita dal programma di assistenza finanziaria ufficiale verso la fine del 2013.

Le economie emergenti sono colpite da brusche inversioni di rotta

Rispetto alle economie avanzate, le EME non si sono riprese altrettanto bene dall'ondata di vendite sui mercati obbligazionari del 2013, subendo perdite più pesanti e durature. L'inasprimento delle condizioni finanziarie globali ha contribuito a due episodi di disinvestimento generalizzato dalle EME. Questi sono stati diversi per vari importanti aspetti, a partire dal fattore di innesco. Il primo episodio è stato messo in moto da uno shock globale, ossia l'ondata di vendite sul mercato obbligazionario a seguito delle indicazioni di tapering, ed è durato da maggio agli inizi di settembre 2013; il secondo ha tratto origine dagli sviluppi nelle stesse EME, si è rafforzato nel novembre 2013 e ha raggiunto l'apice nel gennaio 2014.



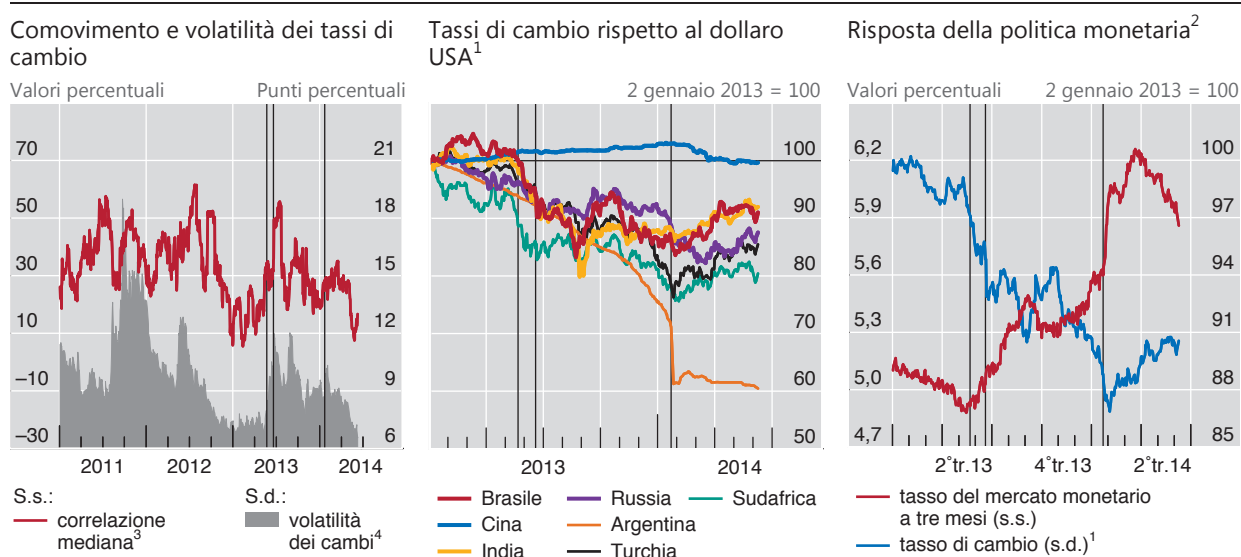
Le linee verticali nere indicano le notizie e gli annunci della Federal Reserve relativi alla prospettiva riduzione graduale (tapering) degli acquisti di attività finanziarie il 22 maggio e il 19 giugno 2013, nonché l'ampio deprezzamento del peso argentino il 23 gennaio 2014.

¹ Flussi netti per investimenti di portafoglio (depurati degli effetti di cambio) verso fondi specializzati in singoli paesi e fondi per i quali è disponibile una scomposizione per paesi o per regioni. Somma di Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia, Ungheria e Venezuela. ² Aggregati, calcolati da MSCI. ³ Rendimento del debito denominato in moneta locale, meno rendimento del debito denominato in dollari USA. ⁴ Indice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, rendimento a scadenza. ⁵ Indice JPMorgan EMBI Global Diversified, rendimento a scadenza scorporato (stripped).

Fonti: Datastream; EPFR; elaborazioni BRI.

Il primo episodio è stato repentino e generalizzato: brusche oscillazioni dei prezzi delle attività hanno messo fine a un periodo di relativa stabilità dei tassi di interesse e dei tassi di cambio. Allorché l'ondata di vendite nelle economie avanzate ha raggiunto le EME, queste ultime sono state interessate da una brusca inversione di rotta dei flussi di investimenti di portafoglio, in particolare nel giugno 2013 (grafico II.4, diagramma di sinistra). I corsi azionari nelle EME sono caduti del 16%, prima di stabilizzarsi in luglio, e i rendimenti dei titoli di Stato sono balzati di oltre 100 punti base, sospinti da un aumento dei timori per il rischio sovrano (grafico II.4, diagrammi centrale e di destra). In un primo tempo la ritirata degli investitori è stata indiscriminata e ha colpito simultaneamente molte valute, portando a un loro deprezzamento correlato, nel contesto di elevata volatilità (grafico II.5, diagramma di sinistra). A partire da luglio, tuttavia, i mercati hanno operato una maggiore differenziazione fra le EME sulla base dei loro fondamentali. Nel primo episodio le valute di Brasile, India, Indonesia, Sudafrica e Turchia hanno perso oltre il 10% nei confronti del dollaro USA (grafico II.5, diagramma centrale) e il Brasile, l'India, l'Indonesia e la Russia hanno ciascuno consumato più di \$10 miliardi di riserve valutarie. I paesi caratterizzati da una rapida crescita del credito, da un'elevata inflazione o da ampi disavanzi di conto corrente sono stati considerati più vulnerabili, e hanno dovuto far fronte ai deprezzamenti più pronunciati (riquadro II.A).

Al confronto con il primo episodio di disinvestimento, il secondo ha avuto una natura più sostenuta e discriminatoria. Nel periodo di relativa calma di settembre e



Le linee verticali nere indicano le notizie e gli annunci della Federal Reserve relativi alla prospettiva di riduzione graduale (tapering) degli acquisti di attività finanziarie il 22 maggio e il 19 giugno 2013, nonché l'ampio deprezzamento del peso argentino il 23 gennaio 2014.

¹ Dollari USA per unità di moneta locale. Un calo indica un deprezzamento della moneta locale. ² Media semplice di Argentina, Brasile, Cile, Corea, Colombia, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. ³ Basata sui tassi di cambio rispetto al dollaro USA delle valute delle economie elencate nella nota 2, più Cina, Hong Kong SAR e Singapore. Mediana di tutte le correlazioni bilaterali fra le variazioni dei tassi a pronti nell'arco del mese precedente. ⁴ Indice JPMorgan EM-VXY della volatilità implicita su tre mesi per le monete di 13 EME.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

ottobre le EME hanno recuperato minore terreno rispetto alle economie avanzate, e negli ultimi mesi del 2013 i timori degli investitori si sono intensificati. In questo prelude al secondo episodio, i prezzi di mercato hanno rispecchiato il peggioramento delle prospettive economiche di molte EME e la graduale correzione degli squilibri finanziari in alcune di loro (Capitoli III e IV). I rendimenti dei titoli di Stato e gli spread creditizi sono rimasti elevati, mentre i mercati hanno continuato a flettere di fronte ai persistenti deflussi di fondi (grafico II.4). Allorché le tensioni di mercato si sono acuitizzate nel gennaio 2014, le nuove perdite azionarie e obbligazionarie sono risultate più contenute che nel primo episodio, e hanno interessato soprattutto le EME con scarse prospettive di crescita o tensioni politiche. Le pressioni sulle valute delle EME hanno raggiunto il culmine il 23 gennaio 2014, quando la banca centrale dell'Argentina ha lasciato che il peso si svalutasse di oltre il 10% nei confronti del dollaro USA. Sebbene i deprezzamenti siano stati comparabili per entità a quelli del primo episodio, essi hanno riflesso in misura maggiore fattori specifici ai singoli paesi (riquadro II.A).

In diverse EME le banche centrali hanno rafforzato le difese contro le rinnovate pressioni sui tassi di cambio alzando i tassi di interesse e intervenendo sui mercati valutari. Cominciando dalla Turchia, la risposta ufficiale è stata più energica che nel primo episodio (grafico II.5, diagramma di destra, e Capitolo V). Essa ha contribuito a stabilizzare i tassi di cambio e ha spinto verso l'alto il valore di alcune divise, garantendo un po' di respiro alle imprese locali che si erano rivolte ai mercati internazionali emettendo obbligazioni in valuta estera (Capitolo IV). A partire da febbraio, le valute e i corsi azionari delle EME hanno recuperato gran parte delle perdite di gennaio e gli spread obbligazionari sono tornati a restringersi (grafici II.4 e II.5). Con il ritorno a una situazione di bassa volatilità, alcune attività delle EME

Le determinanti dei recenti deprezzamenti valutari nelle EME

Nel periodo in rassegna si sono verificate nelle economie emergenti (EME) due tornate di deprezzamenti valutari. Sebbene in entrambi i casi gli investitori abbiano operato una differenziazione fra le EME, nel secondo episodio tale differenziazione è stata più marcata e si è basata su una serie leggermente diversa di fattori. Al fine di esaminare l'atteggiamento degli investitori in questi due episodi, il presente riquadro considera varie determinanti dell'andamento dei tassi di cambio rispetto al dollaro USA per un campione di 54 EME.

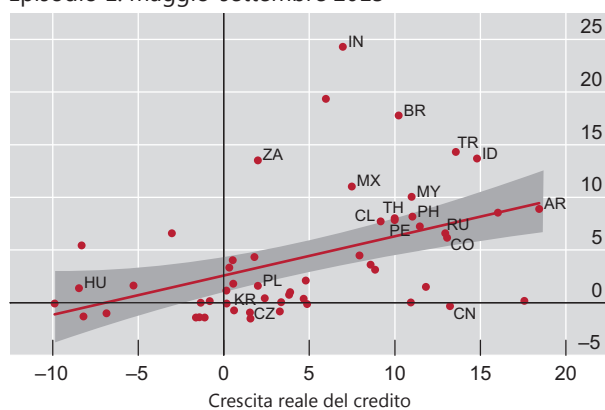
Nel primo episodio (dagli inizi di maggio agli inizi di settembre 2013) gli investitori hanno dapprima ridimensionato le esposizioni verso le EME indiscriminatamente, in risposta alle indicazioni fornite dalla Federal Reserve sulla futura normalizzazione della politica monetaria. In seguito, tuttavia, si sono focalizzati maggiormente sui fattori specifici ai singoli paesi, il che ha modificato le dinamiche dei deprezzamenti delle diverse EME. Gli investitori hanno cominciato a discriminare soprattutto i paesi con ampi squilibri finanziari, come una rapida crescita del credito e ingenti disavanzi di conto corrente, che sono in genere finanziati da afflussi di capitali esteri. Un semplice diagramma di dispersione illustra questo effetto per la crescita reale del credito interno al settore privato non finanziario, mostrando come un elevato tasso di crescita si sia accompagnato a un deprezzamento più pronunciato (grafico II.A, diagramma di sinistra). Nella seconda tornata di deprezzamenti (dagli inizi di gennaio agli inizi di febbraio 2014) gli investitori hanno nuovamente tenuto conto delle differenze fra le EME, focalizzandosi tuttavia maggiormente sulla crescita attesa del PIL. Come mostra anche in questo caso il diagramma di dispersione, in tale episodio i paesi che presentavano prospettive di crescita migliori per il 2014 hanno subito pressioni valutarie più contenute rispetto alle altre EME (grafico II.A, diagramma di destra).

Determinanti dei recenti deprezzamenti dei tassi di cambio¹

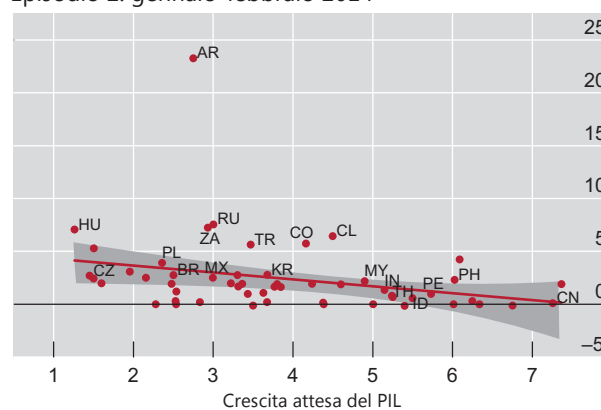
L'asse delle ordinate riporta il tasso di deprezzamento, in percentuale²

Grafico II.A

Episodio 1: maggio-settembre 2013



Episodio 2: gennaio-febbraio 2014



AR = Argentina; BR = Brasile; CL = Cile; CN = Cina; CO = Colombia; CZ = Repubblica Ceca; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = Messico; MY = Malaysia; PE = Perù; PH = Filippine; PL = Polonia; RU = Russia; TH = Thailandia; TR = Turchia; ZA = Sudafrica.

¹ Cfr. la tabella II.A per una descrizione delle variabili riportate. La linea rossa rappresenta la proiezione lineare semplice effettuata utilizzando come regressore soltanto la variabile riportata sull'asse delle ascisse; l'area ombreggiata indica l'intervallo di confidenza del 95%. ² Tasso di cambio in termini di unità di moneta locale per dollaro USA; l'episodio 1 va dal 10 maggio al 3 settembre 2013 e l'episodio 2 dal 1° gennaio al 3 febbraio 2014. Un valore positivo indica un deprezzamento della moneta locale.

Fonti: FMI; Bloomberg; CEIC; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Queste osservazioni trovano conferma in un'analisi di regressione multipla (tabella II.A). Nel primo episodio si distinguono come principali determinanti dei deprezzamenti valutari i maggiori disavanzi di parte corrente, una forte espansione del credito in termini reali e un'elevata inflazione (come indicano i coefficienti positivi significativi riportati nella tabella). I deprezzamenti sono inoltre risultati generalmente più pronunciati laddove il rapporto debito pubblico/PIL era più elevato e per i paesi con una maggiore "dimensione del mercato" (variabile che incorpora il PIL e gli afflussi di investimenti di portafoglio dal 2010). Questi risultati mantengono la loro validità

anche considerando gli aumenti dei tassi ufficiali nelle EME. L'analisi indica che, rispetto al primo episodio, nel secondo ha avuto un ruolo più rilevante la crescita attesa del PIL. Fra gli altri fattori discriminanti che hanno influito sull'entità dei deprezzamenti, nel secondo episodio l'inflazione e la dimensione del mercato sono rimasti importanti, ma ha acquisito maggiore rilevanza il rischio sovrano, misurato dagli spread sui credit default swap (CDS). La rilevanza delle determinanti individuate per il secondo episodio appare ancora maggiore se si anticipa l'inizio del periodo dal 1° gennaio 2014 al 31 ottobre 2013, includendo così la fase in cui si è sviluppato (episodio 2').

Nell'insieme, la regressione spiega una parte più ampia della variazione nei tassi di deprezzamento dei vari paesi (oltre l'80% della variazione misurata da R^2) nel caso del secondo episodio, a indicazione che i fattori specifici ai singoli paesi hanno avuto in tale episodio maggiore rilevanza.

Determinanti dei deprezzamenti valutari¹

Tabella II.A

	Episodio 1	Episodio 2	Episodio 2'
Disavanzo del conto corrente ²	0,152*	0,031	0,063
Crescita reale del credito ³	0,607***	-0,027	0,145*
Tasso di inflazione ⁴	0,889***	0,281***	0,481***
Crescita attesa del PIL ⁵	-0,560	-0,692***	-1,006***
Rapporto debito pubblico/PIL ⁶	0,075*	-0,021	-0,024
Spread sui CDS sovrani ⁷	-0,014*	0,015***	0,025***
Dimensione del mercato ⁸	0,038*	0,015*	0,021*
Numero di osservazioni	53	54	53
R^2 (%)	61,6	83,0	87,0

I simboli ***/**/* denotano significatività statistica ai livelli dell'1/5/10%. Un regressore (determinante) con coefficiente significativo positivo contribuisce al deprezzamento della moneta locale nei confronti del dollaro USA; un regressore con coefficiente significativo negativo si associa a un tasso di deprezzamento inferiore. Le regressioni sono stimate con il metodo dei minimi quadrati ordinari con errori standard robusti all'eteroschedasticità; è inclusa una costante (non riportata).

¹ Il campione è formato da 54 importanti EME. Variabile dipendente: variazione percentuale nel tasso di cambio (unità di moneta locale per unità di dollari USA) fra il 10 maggio e il 3 settembre 2013 (episodio 1), fra il 1° gennaio e il 3 febbraio 2014 (episodio 2) e fra il 31 ottobre 2013 e il 3 febbraio 2014 (episodio 2'). ² In percentuale del PIL, 1° trimestre 2013 (episodio 1), 4° trimestre 2013 (episodio 2) e 3° trimestre 2013 (episodio 2'). ³ Variazione percentuale sull'anno precedente del credito bancario interno al settore privato deflazionato in base all'IPC, 1° trimestre 2013 (episodio 1), 4° trimestre 2013 (episodio 2) e 3° trimestre 2013 (episodio 2'). ⁴ Variazione percentuale dell'IPC sull'anno precedente, aprile 2013 (episodio 1), dicembre 2013 (episodio 2) e settembre 2013 (episodio 2'). ⁵ Previsioni di crescita per il 2014 formulate dall'FMI nel *World Economic Outlook* nell'aprile 2013 (episodio 1) e nel settembre 2013 (episodi 2 e 2'), in percentuale. ⁶ Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in percentuale del PIL, a fine 2012 (episodio 1) e a fine 2013 (episodi 2 e 2'). ⁷ Aumento degli spread sui CDS sovrani a cinque anni, nei periodi aprile-agosto 2013 (episodio 1), dicembre 2013-gennaio 2014 (episodio 2) e ottobre 2013-gennaio 2014 (episodio 2'); dati di fine mese, in punti base. ⁸ Prodotto tra il PIL del 2013 in PPA e i flussi cumulati di investimenti di portafoglio (se positivi) nei periodi 1° trimestre 2010-1° trimestre 2013 (episodio 1), 1° trimestre 2010-4° trimestre 2013 (episodio 2) e 1° trimestre 2010-3° trimestre 2013 (episodio 2'); entrambe le variabili in dollari USA, riespresse in termini logaritmici (base 10).

Fonti: FMI; CEIC; Datastream; Markit; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

e le operazioni di carry trade su valute hanno riguadagnato popolarità tra gli investitori alla ricerca di rendimento.

Le banche centrali lasciano il segno sui mercati finanziari

La sensibilità dei prezzi delle attività alla politica monetaria spicca come uno dei tratti fondamentali dell'anno trascorso. Sotto la spinta del basso livello dei tassi ufficiali e dell'allentamento quantitativo, i rendimenti a lungo termine nei principali

mercati obbligazionari avevano toccato i minimi storici nel 2012. Da quel momento, al minimo segnale di un'inversione di rotta rispetto a quelle condizioni eccezionali, i mercati sono entrati in fibrillazione. I timori per l'evoluzione della politica monetaria statunitense hanno giocato un ruolo centrale, come dimostrano le turbolenze sui mercati obbligazionari di metà 2013 e altri eventi chiave nel periodo in esame. Ma la politica monetaria ha avuto un impatto anche sui prezzi delle attività e sul comportamento degli investitori più in generale.

Gli eventi dell'anno trascorso illustrano che, influenzando le percezioni e gli atteggiamenti degli operatori di mercato verso il rischio, la politica monetaria può avere un potente effetto sulle condizioni finanziarie, come evidenziato dai premi al rischio e dalle condizioni di finanziamento. In altre parole, gli effetti del canale dell'assunzione di rischio della politica monetaria sono stati assai evidenti durante tutto il periodo in esame¹.

I mercati finanziari ossessionati dalla politica monetaria

La straordinaria influenza delle banche centrali sui mercati finanziari internazionali si è manifestata nel modo più diretto nei maggiori mercati del reddito fisso, dove il profilo della curva dei rendimenti è stato particolarmente sensibile a ogni minima notizia o variazione delle aspettative sulla politica monetaria. Mentre i rendimenti a breve termine sono rimasti ampiamente ancorati dai bassi tassi ufficiali, quelli a medio termine hanno reagito alle indicazioni di forward guidance e quelli a lungo termine sono stati condizionati dagli acquisti di attività finanziarie, dalle aspettative di lungo periodo e dalla credibilità percepita della banca centrale (Capitolo V). Quando la Federal Reserve – la prima delle maggiori banche centrali ad agire – ha ventilato la possibilità di un rallentamento degli acquisti di attività finanziarie a metà 2013, le obbligazioni a lungo termine hanno subito pesanti perdite. Sebbene i prezzi obbligazionari siano calati in misura meno marcata rispetto alle ondate di vendite del 1994 e del 2003, le perdite complessive in termini di valore di mercato sono risultate più elevate questa volta, a causa delle dimensioni molto maggiori dello stock di titoli del Tesoro (riquadro II.B).

Le politiche monetarie non convenzionali e la forward guidance hanno assunto un ruolo chiave nella comunicazione delle banche centrali (riquadro V.A). Quando la Federal Reserve ha segnalato l'intenzione di mantenere basso il tasso sui federal fund anche dopo che avrà smesso di acquistare attività finanziarie, gli investitori hanno rivisto al ribasso le aspettative di medio periodo sui tassi a breve termine, e la dispersione delle opinioni si è ridotta (grafico II.6, diagramma di sinistra). Contemporaneamente, gli operatori di mercato sono risultati più concordi sulla prospettiva di un aumento nel medio periodo dei tassi di interesse a lungo termine (grafico II.6, diagramma centrale).

Le azioni della Federal Reserve hanno lasciato il segno anche sul segmento a lungo termine della curva dei rendimenti. La scomposizione dei rendimenti fa ritenere che le variazioni dell'inflazione attesa o dei tassi reali non abbiano avuto un impatto di rilievo sulle scadenze lunghe (grafico II.6, diagramma di destra).

¹ Cfr. R. Rajan, "Has financial development made the world riskier?", *European Financial Management*, vol. 12, n. 4, 2006, pagg. 499-533; T. Adrian e H. S. Shin, "Financial intermediaries and monetary economics", in B. Friedman e M. Woodford (ed.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3, 2010, pagg. 601-650; e C. Borio e H. Zhu, "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?", *Journal of Financial Stability*, vol. 8, n. 4, 2012, pagg. 236-251. Per una rassegna esauriente delle evidenze empiriche sul canale dell'assunzione di rischio della politica monetaria, cfr. F. Smets, "Financial stability and monetary policy: how closely interlinked?", *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2013:3, edizione speciale.

L'ondata di vendite del 2013 nel mercato dei titoli del Tesoro USA in una prospettiva storica

Qual è stato l'impatto dell'ondata di vendite del maggio-giugno 2013 nel mercato dei titoli del Tesoro USA? Dipende da come si misurano le perdite. Le perdite di valore sui *singoli titoli* sono risultate leggermente inferiori a quelle verificatesi durante gli analoghi episodi del 1994 e del 2003, mentre l'entità delle *perdite aggregate* sullo stock di titoli in essere è stata maggiore nel 2013, sia in termini assoluti sia in relazione al PIL.

Al fine di confrontare le perdite registrate al valore corrente di mercato a metà 2013 con quelle del 1994 e del 2003, in questo riquadro vengono dapprima quantificate a livello di singolo titolo le perdite percentuali sui titoli del Tesoro negoziabili per ogni diversa scadenza (i risultati per un sottoinsieme di tre scadenze sono riportati nel grafico II.B, diagramma di sinistra, insieme alle perdite relative ad alcuni titoli di debito del settore privato). Vengono successivamente stimate le perdite aggregate al valore corrente di mercato per lo stock totale di titoli del Tesoro negoziabili in essere, considerando i loro specifici profili in termini di scadenze e flussi monetari (grafico II.B, diagramma di destra).

L'ondata di vendite del 1994 differisce da quelle del 2003 e del 2013, poiché in tale occasione non solo i tassi a lungo termine si sono impennati, ma anche quelli a breve hanno registrato un aumento significativo. Agli inizi di febbraio 1994, dopo un lungo periodo di accomodamento monetario, un aumento inatteso, ancorché modesto, del tasso ufficiale della Federal Reserve diede luogo a forti correzioni al rialzo dei tassi di inflazione e di interesse a breve termine attesi. Nell'arco dei tre mesi successivi il tasso ufficiale crebbe di 75 punti base e i rendimenti a 10 anni di oltre 140 punti base. Per contro, sia nel 2003 sia nel 2013, le tensioni sul mercato obbligazionario hanno riguardato soprattutto le scadenze più lunghe, benché le determinanti di questi due episodi siano state diverse. Il forte aumento dei rendimenti a lungo termine nel 2003 fu provocato in ampia misura da un incremento dei tassi di interesse reali e dei tassi di inflazione futuri attesi, mentre nel 2013 l'aumento è stato quasi interamente dovuto a un innalzamento dei premi a termine, che si trovavano ai minimi storici (cfr. grafico II.6, diagramma di destra, e la trattazione all'interno del capitolo).

Come illustra il diagramma di sinistra del grafico II.B, le perdite ai prezzi correnti di mercato sui singoli titoli durante le turbolenze del 2013 non sono state pari a quelle del 1994 e del 2003. Ma un tratto distintivo dell'ondata di vendite del 2013 è stata la massiccia espansione delle consistenze di debito a seguito della crisi finanziaria (grafico II.B, diagramma centrale). Fra gli inizi del 2007 e il 2014 lo stock di titoli del Tesoro USA negoziabili in essere è pressoché triplicato, passando da \$4 400 a 12 100 miliardi, e al suo interno è aumentata la quota di titoli detenuti nell'ambito del Federal Reserve System Open Market Account (SOMA).

In base ai dati pubblicamente disponibili su importi in essere, vita residua e cedole dei titoli del Tesoro USA negoziabili è possibile determinare il profilo dei flussi di cassa e la duration dello stock di titoli detenuti dalla Federal Reserve e dal pubblico per gli episodi del 2003 e del 2013[Ⓞ]. La duration del totale dei titoli in essere (e quindi la loro sensibilità a variazioni improvvise dei tassi di interesse) è cresciuta dal 2007 da circa 3,8 a 4,8 anni per effetto delle politiche di gestione del debito e del calo dei rendimenti ai minimi storici (con un corrispondente aumento di valore dei titoli). La duration dei titoli detenuti dalla Federal Reserve è aumentata in misura ancora maggiore con l'introduzione del programma di allungamento delle scadenze (maturity extension programme, MEP) della banca centrale verso la fine del 2011, che ha contribuito a sua volta a mantenere grosso modo costante la duration del debito detenuto dal pubblico.

A causa della forte espansione dello stock di titoli del Tesoro USA dalla crisi finanziaria, l'ondata di vendite del 2013 sui mercati obbligazionari ha generato una perdita aggregata maggiore, in termini sia di dollari sia di PIL, rispetto alle turbolenze del 1994 e del 2003[Ⓞ]. Fra maggio e fine luglio 2013 l'insieme dei detentori del debito statunitense è incorso ai prezzi correnti di mercato in perdite cumulate intorno ai \$425 miliardi, equivalenti a circa il 2,5% del PIL (grafico II.B, diagramma di destra). Le perdite aggregate stimate per l'ondata di vendite del 2003 ammontarono a \$155 miliardi, pari all'1,3% del PIL, e quelle del 1994 a circa \$150 miliardi, intorno al 2% del PIL.

Tuttavia, nel 2013 il pubblico ha sopportato solo due terzi circa delle perdite aggregate, vale a dire \$280 miliardi circa, pari grosso modo all'1,7% del PIL, una percentuale probabilmente non maggiore di quella del 1994[Ⓞ]. Pertanto, a causa dell'elevato ammontare di rischio di duration che la Federal Reserve si è assunta in bilancio, le perdite di valore per il pubblico detentore di titoli del Tesoro USA nel 2013 sono state relativamente contenute, nonostante l'ammontare molto maggiore di titoli del Tesoro negoziabili in essere.

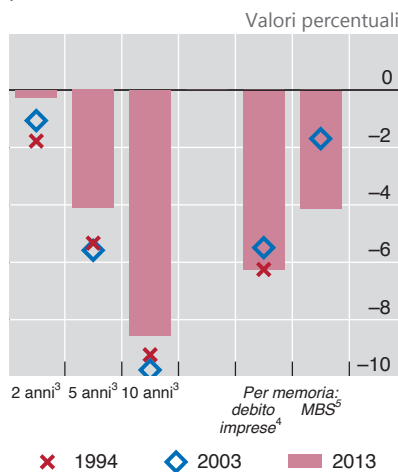
[Ⓞ] I titoli del Tesoro USA detenuti nei vari conti delle amministrazioni pubbliche statunitensi, compresi i fondi fiduciari, non sono negoziabili. In questo riquadro è utilizzato il termine "pubblico" per designare tutti gli investitori residenti e non residenti diversi dalla Federal Reserve. Le disponibilità detenute nell'ambito del SOMA sono segnalate dalla Federal Reserve Bank di New York con riferimento all'ultimo mercoledì

del mese; i dati sui titoli del Tesoro negoziabili in essere riportati all'interno delle segnalazioni mensili di Treasury Direct sul debito pubblico si riferiscono invece all'ultimo giorno del mese. In questa analisi non si considerano le eventuali differenze in termini di importi in essere e duration derivanti da questo sfasamento temporale. I dati sui titoli del Tesoro USA in essere sono disponibili in formato elettronico soltanto a partire dall'aprile 1997. ② Al fine di stimare le perdite ai prezzi correnti di mercato nel 2013 e compararle con quelle verificatesi nei due episodi precedenti, in questo riquadro si utilizzano i dati a livello di singoli titoli relativi a tutti i titoli del Tesoro USA negoziabili in essere, nonché alla loro scadenza e al profilo dei corrispondenti flussi di cassa, e si quantificano le variazioni mensili del valore di mercato aggregato dei titoli in essere dovute a variazioni nella configurazione della curva dei rendimenti statunitense. Come tassi di sconto vengono utilizzati i rendimenti a scadenza costante interpolati linearmente tratti dalle tabelle H.15 del Federal Reserve Board. Le stime delle perdite sul mese precedente in termini di valore di mercato sono ottenute confrontando il valore attualizzato dei flussi di cassa al termine di un dato mese con il valore attualizzato dei flussi di cassa dello stesso portafoglio di titoli alla fine del mese successivo. Allorché il livello o la pendenza della curva dei rendimenti aumentano nel corso del mese, il valore dei titoli del Tesoro USA in essere cala, poiché i flussi di cassa futuri sono scontati in misura maggiore. Per calcolare la differenza del valore attualizzato, si fa astrazione da tutti i flussi di cassa che intervengono fra la fine di un dato mese e la fine del mese successivo. L'analisi dei guadagni e delle perdite aggregati stimati ai prezzi correnti di mercato per il periodo antecedente l'aprile 1997 si basa su informazioni meno dettagliate e sull'ipotesi che la struttura per scadenze dei titoli del Tesoro in essere concordi con quella degli indici comuni del mercato delle obbligazioni pubbliche statunitensi. ③ La disponibilità in titoli della Federal Reserve nel 1994 difficilmente superavano \$350 miliardi e presumibilmente avevano una duration non superiore a quella dell'intero stock di titoli del Tesoro in essere. Ciò si desume dai dati forniti da J. Hamilton e C. Wu, "The effectiveness of alternative monetary policy tools in a zero lower bound environment", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 44, febbraio 2012, pagg. 3-46.

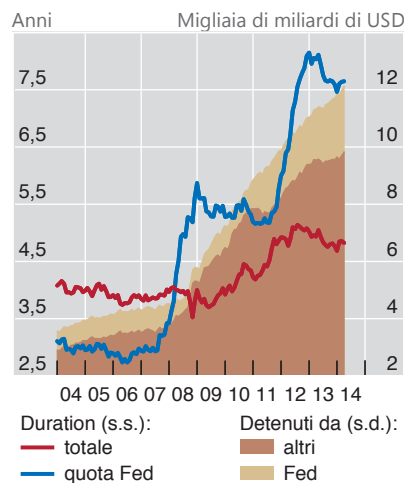
Perdite sui titoli del Tesoro USA durante tre importanti ondate di vendite

Grafico II.B

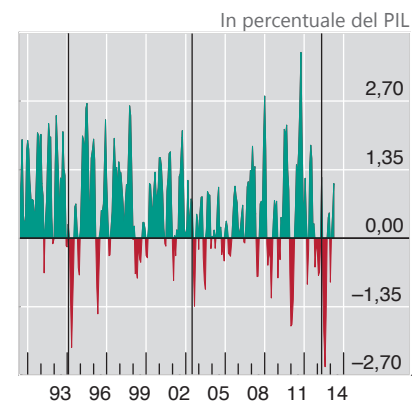
Perdite ai prezzi correnti di mercato per determinate scadenze¹



Titoli del Tesoro USA negoziabili in essere



Guadagni e perdite cumulati (tre mesi)²



Le linee verticali nere nel diagramma di destra indicano l'inizio delle ondate di vendite del 1994, 2003 e 2013.

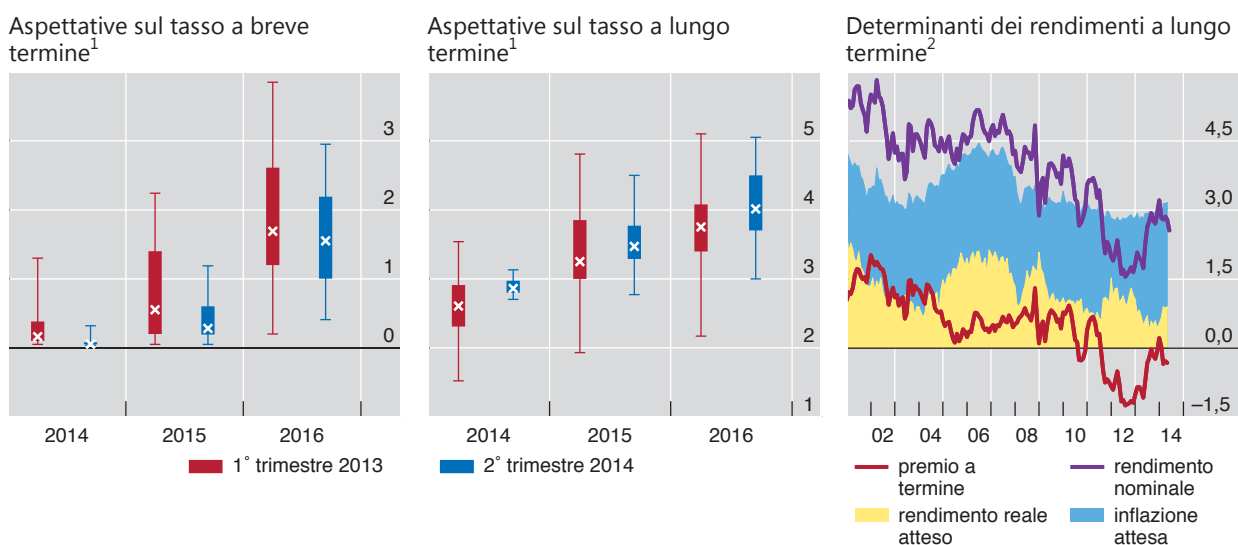
¹ Le tre ondate di vendite corrispondono ai periodi 7 febbraio-11 maggio 1994, 12 giugno-3 settembre 2003 e 2 maggio-5 luglio 2013. Il diagramma mostra le perdite, in termini percentuali, ai prezzi correnti di mercato in questi tre periodi. ² Il diagramma evidenzia i guadagni e le perdite aggregati ai prezzi correnti di mercato relativi allo stock di titoli del Tesoro USA negoziabili in essere su un orizzonte di tre mesi dovuti alle variazioni del profilo della curva dei rendimenti USA; i guadagni e le perdite sono misurati in miliardi di dollari USA e successivamente espressi in percentuale del PIL. I dati sottostanti a livello di singoli titoli coprono tutti i titoli del Tesoro USA negoziabili in essere, comprese le informazioni riguardo al loro profilo in termini di scadenze e flussi di cassa. Gli aumenti e i cali del valore di mercato in un dato mese sono stimati confrontando il valore attualizzato dei flussi di cassa al termine del mese considerato con il valore attualizzato dei flussi di cassa futuri dello stesso portafoglio di titoli alla fine del mese successivo. Per i periodi antecedenti all'aprile 1997, i guadagni e le perdite ai prezzi correnti di mercato sono calcolati sulla base dei dati relativi al totale dei titoli del Tesoro USA negoziabili in essere e delle informazioni sulla duration e sui rendimenti dell'indice BofA Merrill Lynch US Treasury Master, che rileva l'andamento del debito sovrano denominato in dollari USA collocato pubblicamente sul mercato dal governo statunitense. ³ Rendimento complessivo dell'indice BofA Merrill Lynch Current US Treasury per le scadenze a due, cinque e 10 anni. ⁴ Rendimento complessivo dell'indice BofA Merrill Lynch United States Corporate, che rileva l'andamento del debito societario investment grade collocato pubblicamente nel mercato interno statunitense. ⁵ MBS = mortgage-backed securities. Indice JPMorgan MBS. Non si dispone di dati per il 1994.

Fonti: Federal Reserve Bank di New York; Dipartimento del Tesoro statunitense; Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

I tassi di interesse USA mostrano i primi segni di normalizzazione

Valori percentuali

Grafico II.6



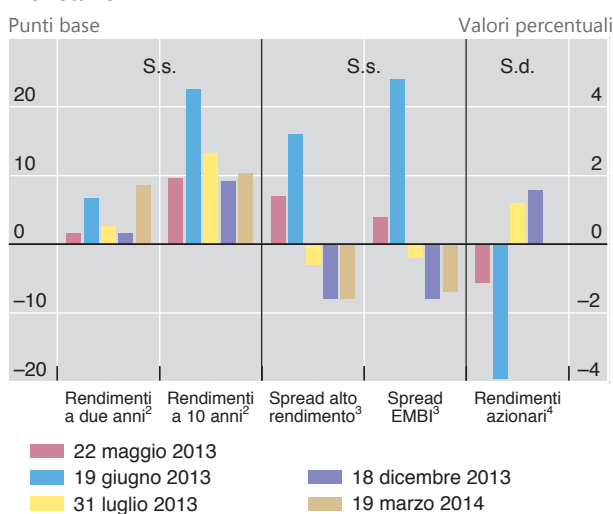
¹ Il tasso a breve termine è il tasso sul buono del Tesoro USA a tre mesi; il tasso a lungo termine è il rendimento sulla note del Tesoro USA a 10 anni. Le aspettative si basano sulle singole risposte fornite nell'ambito della Survey of Professional Forecasters. I box plot mostrano la dispersione delle opinioni degli intervistati intorno all'aspettativa centrale; il rettangolo rappresenta l'intervallo fra il 25° e il 75° percentile; i segmenti indicano la risposta minima e la risposta massima fornite. Le croci corrispondono alla previsione mediana per l'insieme degli intervistati. ² Scomposizione del rendimento nominale del titolo del Tesoro USA a 10 anni basata su un modello della struttura a termine e macroeconomico congiunto. Cfr. P. Hördahl e O. Tristani, "Inflation risk premia in the euro area and the United States", *International Journal of Central Banking*, di prossima pubblicazione.

Fonti: Federal Reserve Bank di Philadelphia; Bloomberg; elaborazioni BRI.

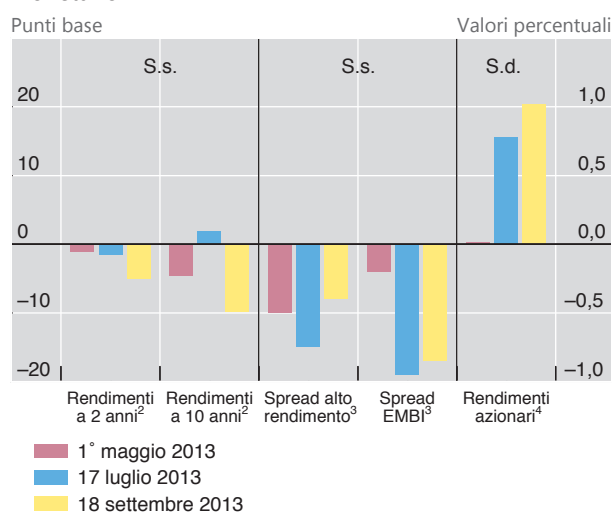
L'impennata del rendimento a 10 anni a metà 2013 corrispondeva invece a un aumento del premio a termine o premio per la scadenza, ossia del compenso per il rischio di detenere obbligazioni con duration lunga, esposte alle oscillazioni future dei tassi reali e dell'inflazione. Sotto l'impulso delle politiche non convenzionali e dei periodi di fuga verso la sicurezza, il premio a termine stimato per i titoli del Tesoro decennali statunitensi è diventato negativo a metà 2011, e nel luglio 2012 aveva raggiunto i minimi storici. La parziale normalizzazione di questo premio nel 2013 concordava con la prospettiva di una riduzione degli acquisti di attività finanziarie da parte della Federal Reserve, una delle principali fonti di domanda nel mercato dei titoli del Tesoro USA. Va rilevato in ogni caso che agli inizi del 2014 il premio a termine stimato si attestava su livelli prossimi allo zero, e quindi inferiori di oltre 100 punti base alla media del 1995-2010.

Per tutto il 2013 e 2014, le notizie del prospettato rientro dalle politiche di allentamento hanno innescato drastici movimenti delle quotazioni di tutta una serie di classi di attività (grafico II.7). La reazione all'annuncio sul tapering della Federal Reserve il 19 giugno 2013 è stata particolarmente intensa: i rendimenti USA a lungo termine sono schizzati di oltre 20 punti base il giorno dell'annuncio, mentre gli spread sulle obbligazioni ad alto rendimento e sui titoli delle EME denominati in dollari sono balzati in avanti rispettivamente di 16 e 24 punti base (grafico II.7, diagramma di sinistra). L'indice azionario S&P 500 ha perso circa il 4%, mentre la volatilità implicita dei mercati azionari è salita di 4 punti percentuali. Tuttavia, le successive comunicazioni della Federal Reserve il 17 luglio e il 18 settembre 2013 hanno rassicurato i mercati, mettendo in chiaro che il prospettato inasprimento era

Reazione dei mercati alle notizie di un inasprimento monetario



Reazione dei mercati alle notizie di un allentamento monetario



Le date in legenda corrispondono a determinati annunci e dichiarazioni della Federal Reserve relativi alle strategie di allentamento quantitativo (1° maggio 2013), alla prospettata riduzione graduale (tapering) degli acquisti di attività finanziarie (dal 22 maggio al 18 settembre 2013) e alle decisioni effettive di tapering (il 18 dicembre 2013 e il 19 marzo 2014).

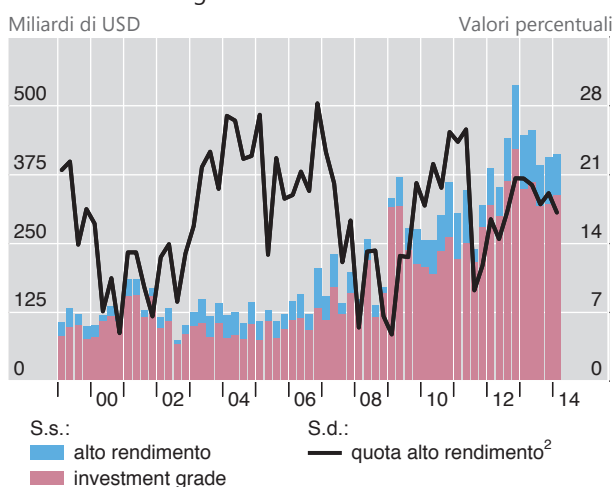
¹ Le reazioni dei mercati sono calcolate come differenza (per i rendimenti e gli spread indicati) o variazioni percentuali (per i rendimenti azionari) fra il giorno precedente e quello successivo all'evento. Gli eventi di politica monetaria USA sono ripartiti fra notizie di inasprimento o di allentamento a seconda del segno della reazione del rendimento della nota del Tesoro USA a due anni. Per un approccio analogo alla valutazione degli effetti delle notizie di politica monetaria, cfr. S. Hanson e J. Stein, "Monetary policy and long-term real rates", *Finance and Economics Discussion Series*, 2012-46, Board of Governors del Federal Reserve System. ² Reazione dei rendimenti delle note del Tesoro USA con scadenze a due e a 10 anni. ³ Reazione degli spread delle obbligazioni ad alto rendimento e di quelle delle EME, in base rispettivamente all'indice BofA Merrill Lynch US High-Yield Corporate Bond (HY) e all'indice JPMorgan EMBI Global Diversified (EMBI). ⁴ Reazione dell'indice di rendimento complessivo S&P 500.

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

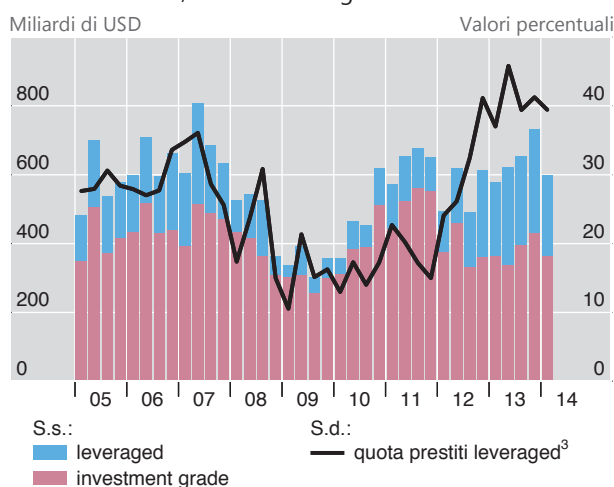
più lontano di quanto gli operatori prevedessero. Di fronte a queste notizie più accomodanti, i rendimenti a due anni sono calati e si sono ridotti anche gli spread sulle obbligazioni ad alto rendimento e sui titoli delle EME (grafico II.7, diagramma di destra). Quando l'annuncio dell'avvio effettivo del tapering è arrivato nel dicembre 2013, i mercati erano più preparati. Sebbene i rendimenti a lungo termine siano saliti di circa 10 punti base, gli spread creditizi si sono assottigliati e le quotazioni azionarie negli Stati Uniti sono addirittura cresciute, dell'1,6% (grafico II.7, diagramma di sinistra).

I bassi costi di finanziamento e la volatilità contenuta incoraggiano la ricerca di rendimento

Influendo sull'assunzione di rischio, la politica monetaria accomodante ha avuto sui prezzi e i volumi delle attività un impatto più ampio di quello esercitato sui principali mercati dei titoli di Stato. Gli spread sono diminuiti anche nelle economie in recessione e per i prenditori che presentavano un rischio di insolvenza non trascurabile. Gli investitori internazionali hanno assorbito volumi eccezionali di titoli societari di nuova emissione, specie di emittenti con basso merito di credito. E quando la ricerca di rendimento si è estesa ai mercati azionari, il legame fra i fondamentali e le quotazioni si è indebolito in un contesto di volatilità e premi al rischio storicamente bassi.

Emissioni di obbligazioni societarie¹

Prestiti sindacati, sottoscrizioni globali



¹ Emissioni lorde di obbligazioni societarie da parte di imprese non finanziarie. ² Quota delle emissioni ad alto rendimento sul totale delle emissioni di obbligazioni societarie. ³ Quota dei prestiti leveraged sul totale delle sottoscrizioni di prestiti sindacati.

Fonti: Dealogic; elaborazioni BRI.

In questa situazione di elevata propensione al rischio, le vivaci emissioni di titoli a più basso rating sono state accolte da una forte domanda da parte degli investitori. Negli ultimi anni è stato emesso un volume considerevole di debito, sia nel segmento di qualità più elevata (investment grade) sia in quello ad alto rendimento (grafico II.8, diagramma di sinistra). Le imprese hanno fatto crescente ricorso ai mercati dei capitali per soddisfare il loro fabbisogno di finanziamento in un momento in cui molte banche stavano stringendo i rubinetti del credito (Capitolo VI). Le emissioni lorde trimestrali nel solo segmento delle obbligazioni ad alto rendimento sono esplose a \$90 miliardi nel 2013, rispetto a una media pre-crisi di \$30 miliardi. Gli investitori hanno assorbito le obbligazioni societarie di nuova emissione a spread via via più ridotti (grafico II.2, diagramma di sinistra). La risposta data dagli investitori istituzionali alle condizioni accomodanti a livello internazionale (ossia una maggiore assunzione di rischio, ad esempio per raggiungere gli obiettivi di rendimento o coprire le obbligazioni previdenziali) concorda con il canale dell'assunzione di rischio della politica monetaria².

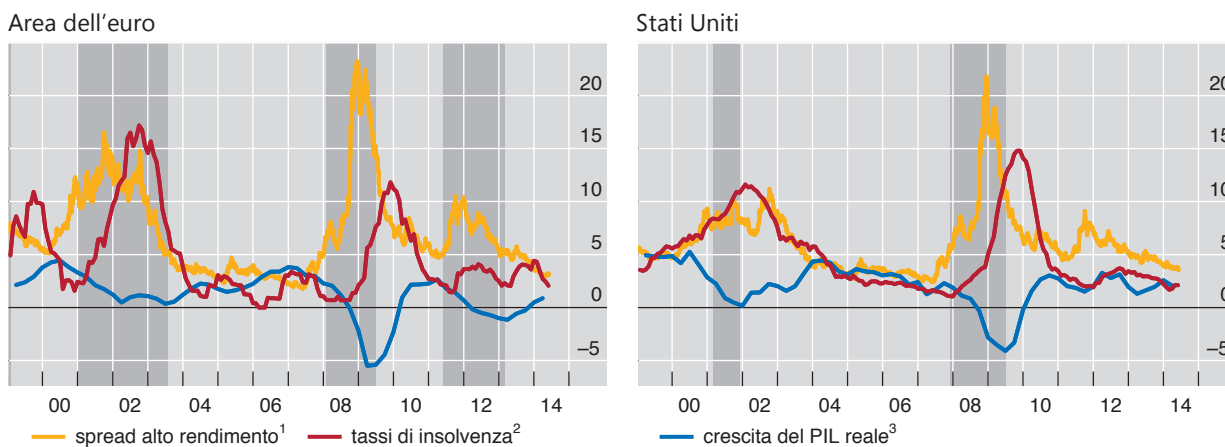
La maggiore propensione al rischio si è manifestata anche in altri segmenti dei mercati creditizi. Nel mercato dei prestiti consorziali, ad esempio, i finanziamenti erogati a mutuatari con merito di credito inferiore e alto grado di leva (prestiti leveraged) hanno superato il 40% delle nuove sottoscrizioni per gran parte del 2013

² Più specificamente, gli intermediari con passività fisse (ad esempio compagnie assicurative e fondi pensione) o i gestori patrimoniali che promettono ai clienti un rendimento fisso, possono reagire a un contesto di tassi bassi assumendo un maggior rischio di duration o di credito (nel rispetto dei vincoli imposti dal quadro regolamentare o dal mandato di investimento). Anche i sistemi di retribuzione nel settore della gestione patrimoniale, che legano il compenso a misure di performance assolute, possono contribuire in modo rilevante a incoraggiare la ricerca di rendimento da parte dei gestori. Per una trattazione dei diversi fattori istituzionali e degli incentivi che contribuiscono al fenomeno della ricerca di rendimento, cfr. ad esempio R. Greenwood e S. Hanson, "Issuer quality and corporate bond returns", *The Review of Financial Studies*, vol. 26, n. 6, giugno 2013, pagg. 1483-1525.

Gli spread creditizi si assottigliano malgrado la debolezza della crescita

Valori percentuali

Grafico II.9



Le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione in base alle definizioni dell'OCSE (area dell'euro) e dell'NBER (Stati Uniti).

¹ Differenziali corretti per le opzioni di rimborso (option-adjusted spread) relativi a un indice di obbligazioni ad alto rendimento in moneta locale emesse da società finanziarie e non finanziarie. ² Tassi di insolvenza sui precedenti dodici mesi ponderati in base all'emittente per i prestatori con rating inferiore all'investment grade. ³ Tasso di crescita sull'anno precedente del PIL trimestrale in termini reali.

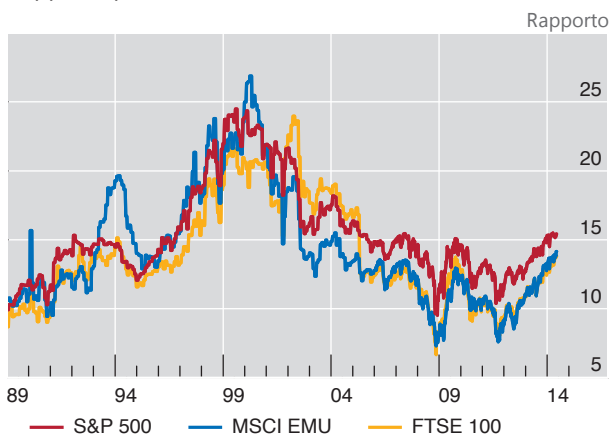
Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Moody's; statistiche nazionali.

(grafico II.8, diagramma di destra), una quota superiore a quella pre-crisi dal 2005 a metà 2007. La presenza di misure di protezione dei creditori sotto forma di clausole di salvaguardia (covenant) è diminuita sempre più nei nuovi prestiti. L'attrazione degli investitori per le tipologie di prestiti più rischiose ha fomentato anche un aumento delle emissioni di attività come le obbligazioni payment-in-kind e i fondi di investimento immobiliare specializzati in mutui ipotecari (mREIT).

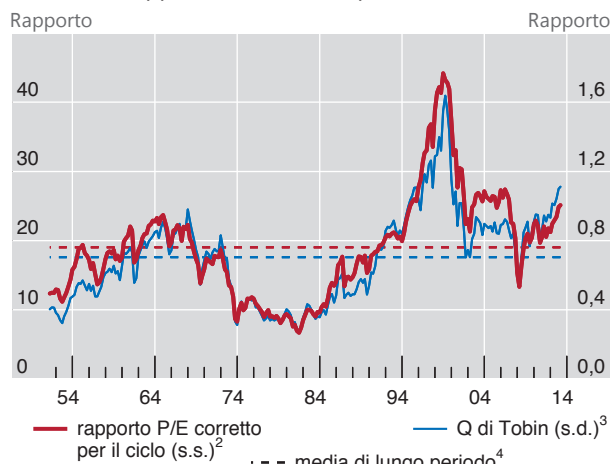
La ricerca di rendimento in atto potrebbe avere influito sulla relazione fra spread e fondamentali. Una bassa crescita del PIL si accompagna di norma a elevati tassi di insolvenza e a spread creditizi maggiori, come avvenuto negli anni prima del 2011 (grafico II.9). Dopo l'impennata del 2009-10 collegata alla crisi, i tassi di insolvenza sono diminuiti, mantenendosi su livelli contenuti per tre anni e giustificando una riduzione degli spread, che negli Stati Uniti hanno continuato a rispecchiare i tassi di insolvenza. A partire dal 2011, tuttavia, quando l'area dell'euro è entrata in un biennio di recessione, i tassi di insolvenza in questa regione sono aumentati ma i differenziali hanno continuato a calare. Oltre a riflettere le aspettative di una scarsa probabilità di insolvenza e premi al rischio contenuti, i bassi rendimenti delle obbligazioni societarie contribuiscono anche alla compressione dei tassi di insolvenza effettivi, poiché la disponibilità di credito a buon mercato rende più facile rifinanziarsi per i debitori in difficoltà. La sostenibilità di questo fenomeno sarà in ultima istanza messa alla prova nel momento in cui i tassi di interesse ritorneranno alla normalità.

Alimentate dal contesto di bassi rendimenti e favorite dal miglioramento delle prospettive economiche, le quotazioni azionarie sulle principali borse hanno registrato una crescita impressionante per tutto il 2013 (grafico II.2, diagramma di destra). In molti mercati azionari il rendimento atteso dai soli dividendi ha superato i rendimenti reali delle obbligazioni di elevata qualità a più lunga scadenza, incoraggiando gli operatori a estendere la ricerca di rendimento oltre i mercati del reddito fisso. L'interesse si è concentrato in particolare sui titoli azionari

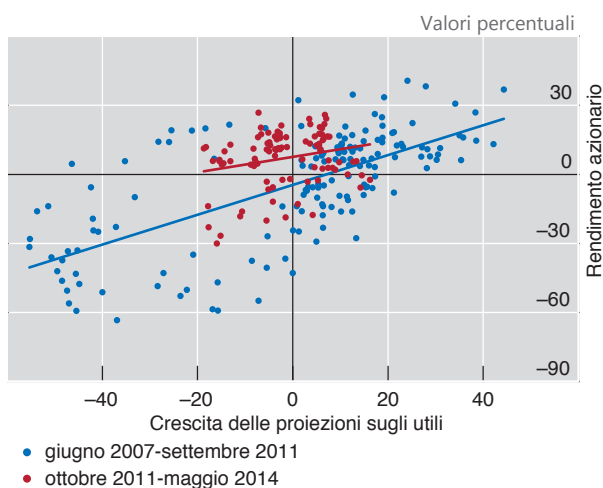
Rapporto prezzo/utigli (P/E) attesi¹



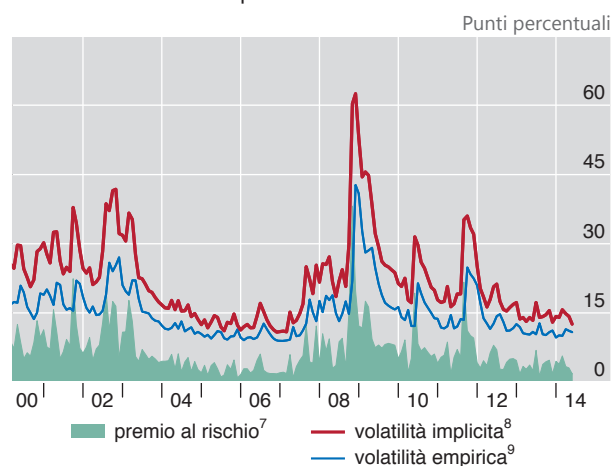
Stati Uniti: rapporto P/E corretto per il ciclo e Q di Tobin



Rendimenti azionari e utili attesi⁵



Stati Uniti: volatilità e premi al rischio⁶

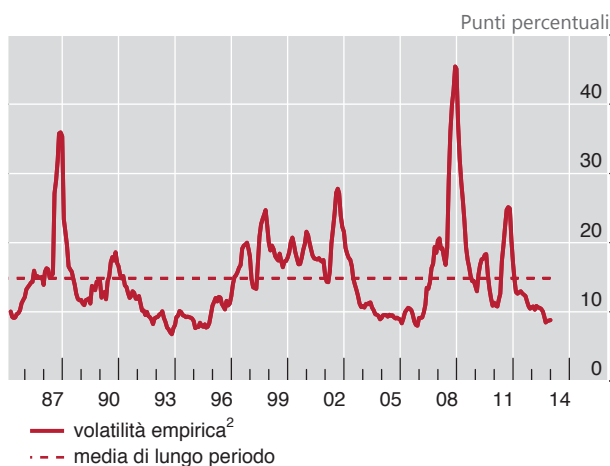


¹ Rapporti P/E basati sugli utili attesi a 12 mesi, calcolati da I/B/E/S. ² Rapporto fra l'indice dei corsi azionari S&P 500 in termini reali e la media degli utili in termini reali nei precedenti 10 anni (dati tratti da R. Shiller). ³ Rapporto fra il valore di mercato delle attività e passività delle imprese statunitensi e il loro costo di sostituzione; basato sui dati dei conti finanziari statunitensi (segnalazioni statistiche Z.1 della Federal Reserve, tabella B.102). ⁴ Media semplice per il periodo riportato. ⁵ I punti rappresentano le osservazioni mensili dei rendimenti annuali del mercato azionario (asse delle ordinate) e la crescita annuale delle proiezioni degli utili a 12 mesi formulate dagli analisti (asse delle ascisse) per gli indici azionari S&P 500, EURO STOXX 50 e FTSE 100. ⁶ Medie mensili di dati giornalieri. ⁷ Stima ottenuta come differenza fra la volatilità implicita (ossia la volatilità della distribuzione neutrale al rischio dei rendimenti azionari ricavata dai prezzi delle opzioni) e la volatilità empirica (ossia la proiezione della volatilità della distribuzione dei rendimenti azionari empirici). La differenza fra queste due misure di rischio è attribuibile all'avversione al rischio degli investitori; cfr. G. Bekaert, M. Hoerova e M. Lo Duca, "Risk, uncertainty and monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, 2013, pagg. 771-788. ⁸ Indice VIX della volatilità implicita relativa all'S&P 500, elaborato dalla Chicago Board Options Exchange; deviazione standard, in punti percentuali per anno. ⁹ Stima prospettica della volatilità empirica ottenuta da una regressione predittiva della volatilità empirica a un mese sulla volatilità empirica e sulla volatilità implicita ritardate. La volatilità empirica, detta anche volatilità effettiva o volatilità realizzata, è calcolata a partire dai rendimenti dell'indice S&P 500 a intervalli di cinque minuti; deviazione standard, in punti percentuali per anno. Cfr. T. Anderson, F. Diebold, T. Bollerslev e P. Labys, "Modeling and forecasting realized volatility", *Econometrica*, vol. 71, marzo 2003, pagg. 579-625.

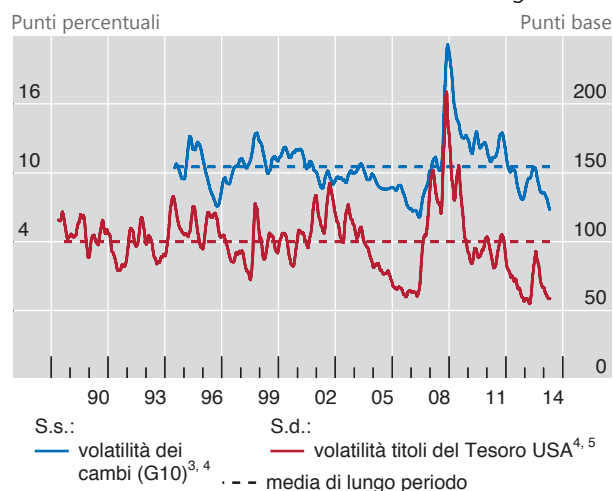
Fonti: R. Shiller, www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm; Bloomberg; Datastream; I/B/E/S; Oxford-Man Institute, <http://realized.oxford-man.ox.ac.uk>; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

che corrispondono dividendi elevati e stabili, che hanno evidenziato guadagni consistenti.

Mentre i principali indici azionari nelle economie avanzate hanno raggiunto nuovi record, le quotazioni sono salite in misura più che proporzionale rispetto alla crescita attesa delle grandezze fondamentali sottostanti. Misure convenzionali delle

Volatilità dei mercati azionari statunitensi¹

Volatilità dei tassi di cambio e dei mercati obbligazionari



¹ La stima della volatilità empirica, detta anche volatilità effettiva o volatilità realizzata, si basa sui rendimenti effettivi dell'indice S&P 500 (deviazione standard, in punti percentuali per anno). Per il periodo precedente al gennaio 2000, la volatilità del mercato azionario è calcolata come somma dei rendimenti azionari giornalieri composti continui al quadrato nell'arco di un dato mese. Per maggiori dettagli sulla costruzione dei dati, cfr. C. Christiansen, M. Schmeling e A. Schrimpf, "A comprehensive look at financial volatility prediction by economic variables", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 27, 2012, pagg. 956-977. Per il periodo a partire dal gennaio 2000, la volatilità empirica è calcolata come somma dei rendimenti azionari ad alta frequenza (cinque minuti) composti continui al quadrato nell'arco di un dato mese. ² Media mobile centrata a sei mesi. ³ Indice JPMorgan VXY G10 della volatilità implicita a tre mesi per nove coppie valutarie. ⁴ Media mobile centrata a tre mesi. ⁵ Indice Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE), che misura la volatilità implicita dei rendimenti dei titoli del Tesoro nell'arco di un orizzonte di un mese e si basa sulla media ponderata dei contratti di opzione sui titoli del Tesoro a due, cinque, 10 e 30 anni.

Fonti: Bloomberg; JPMorgan Chase; Oxford-Man Institute, <http://realized.oxford-man.ox.ac.uk>; elaborazioni BRI.

valutazioni azionarie, come il rapporto prezzi/utigli o la Q di Tobin, sono salite al disopra delle rispettive medie di più lungo periodo (grafico II.10, diagrammi in alto). L'indice S&P 500, ad esempio, ha guadagnato quasi il 20% nei dodici mesi fino al maggio 2014, mentre gli utili futuri attesi sono cresciuti meno dell'8% nello stesso periodo. Il rapporto prezzo/utigli dell'indice S&P 500, corretto per gli effetti del ciclo, si collocava a quota 25 nel maggio 2014, a sei punti in più della media dei cinquant'anni precedenti. Anche in Europa le quotazioni azionarie sono aumentate lo scorso anno, di oltre il 15%, nonostante la bassa crescita all'indomani della crisi del debito dell'area dell'euro e un calo del 3% degli utili attesi. Tra giugno 2007 e settembre 2011 il crollo delle quotazioni azionarie legato alla crisi e il successivo recupero si sono associati a cambiamenti delle aspettative degli investitori sulla crescita futura degli utili aziendali (grafico II.10, diagramma in basso a sinistra, dati in blu). Da allora, le aspettative sugli utili hanno pesato meno sull'andamento delle quotazioni azionarie (come illustra la minore inclinazione della linea rossa rispetto alla linea blu nel grafico II.10, diagramma in basso a sinistra).

Il recente incremento dei rendimenti azionari è stato accompagnato da una crescente propensione al rischio e da livelli di volatilità storicamente contenuti (grafico II.10, diagramma in basso a destra, e grafico II.11, diagramma di sinistra). Agli inizi di giugno 2014 l'indice della volatilità implicita nelle opzioni (VIX) è sceso sotto l'11%, un livello inferiore alla media di 13,6% registrata tra il 2004 e la metà del 2007, e di circa 10 punti percentuali al disotto del livello di metà 2012. La volatilità dei rendimenti effettivi del mercato azionario è scesa su valori non più osservati dal 2004-07 e dal boom dei mercati azionari degli ultimi anni novanta (grafico II.11, diagramma di sinistra).

L'intensità della propensione al rischio degli investitori emerge con evidenza dal confronto fra due misure del rischio, la volatilità implicita e la volatilità effettiva o "empirica"³. La volatilità implicita, una misura prospettica ricavata dai prezzi delle opzioni, è scesa più di quanto gli investitori si sarebbero aspettati in base alle proiezioni della volatilità effettiva dei rendimenti passati. Un indicatore dei premi al rischio, calcolato come differenza tra volatilità implicita e volatilità empirica, recentemente ha oscillato in prossimità dei minimi post-crisi. Ciò fornisce l'ennesimo segnale dell'elevata propensione al rischio degli investitori, poiché suggerisce che questi ultimi sono stati meno inclini ad assicurarsi contro il rischio di forti oscillazioni dei prezzi utilizzando i derivati (grafico II.10, diagramma in basso a destra).

Di fatto, bassi livelli della volatilità implicita ed effettiva sono prevalsi non soltanto nei mercati azionari, ma anche altrove (grafico II.11). Se è vero che la ripresa in corso si è accompagnata a una variabilità più contenuta dei fondamentali a livello macroeconomico e a livello di singola azienda, è altrettanto vero che le banche centrali hanno giocato un ruolo importante di contenimento della volatilità. Gli acquisti di attività finanziarie e la forward guidance hanno rimosso parte dell'incertezza sui movimenti futuri dei rendimenti obbligazionari, limitando così l'ampiezza delle oscillazioni di prezzo dei titoli di debito. La volatilità del mercato obbligazionario statunitense ha di conseguenza continuato a calare, raggiungendo i minimi dal 2007, dopo che si era impennata in occasione dell'ondata di vendite di metà 2013 (grafico II.11, diagramma di destra). Contemporaneamente, la volatilità implicita nei mercati valutari è scesa a livelli che non si vedevano dal 2006-07, mentre la volatilità sui mercati creditizi (calcolata in base alle opzioni sui principali indici di CDS riferiti a imprese europee e statunitensi) è calata ai minimi post-crisi.

Gli sviluppi dell'anno in rassegna indicano pertanto che la politica monetaria ha prodotto un potente impatto sull'intera gamma degli investimenti attraverso gli effetti esercitati sulle percezioni del valore e del rischio. Le condizioni monetarie accomodanti e il basso livello dei rendimenti di riferimento, unitamente alla volatilità contenuta, hanno spinto gli investitori ad assumere un rischio e una leva finanziaria maggiori nella ricerca di rendimento.

³ Questo indicatore della tolleranza al rischio è altresì definito premio per il rischio di varianza. Cfr. T. Bollerslev, G. Tauchen e H. Zhou, "Expected stock returns and variance risk premia", *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n. 11, novembre 2009, pagg. 4463-4492; nonché G. Bekaert, M. Hoerova e M. Lo Duca, "Risk, uncertainty and monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, n. 7, ottobre 2013, pagg. 771-788.

III. Crescita e inflazione: determinanti e prospettive

Nell'anno trascorso la crescita mondiale si è consolidata. Il miglioramento si deve soprattutto alle economie avanzate, dove è stato favorito da condizioni di finanziamento estremamente accomodanti. Grazie anche alle maggiori esportazioni verso tali economie, nelle economie emergenti (EME) la crescita del prodotto si è stabilizzata nella seconda metà del 2013.

Nondimeno, la crescita mondiale rimane inferiore ai livelli medi pre-crisi. Ciò non sorprende. Varie economie avanzate stanno ancora riprendendosi da una recessione patrimoniale. Le famiglie, le banche e, in misura minore, le imprese non finanziarie stanno risanando i propri bilanci e riducendo il debito eccessivo. Il processo di riduzione dell'indebitamento privato è particolarmente avanzato negli Stati Uniti, mentre è ancora a uno stadio precoce altrove, compreso in un'ampia parte dell'area dell'euro. Le risorse devono inoltre essere destinate a nuovi impieghi più produttivi. Al contempo, molte EME si trovano nella fase finale di un boom finanziario, lasciando presagire per il futuro un possibile effetto di freno sulla crescita.

Il ripristino di una crescita mondiale sostenibile pone sfide considerevoli. Nei paesi colpiti dalla crisi non è realistico attendersi che il *livello del prodotto* ritorni al trend pre-crisi. Ciò presupporrebbe infatti che il *tasso di crescita* superasse la media pre-crisi per vari anni. Come mostra l'evidenza storica questo accade raramente dopo una recessione patrimoniale. Inoltre, nemmeno le prospettive di ripristinare la crescita tendenziale sono brillanti. La crescita della produttività nelle economie avanzate era già in calo molto prima della crisi finanziaria e in diversi paesi le forze di lavoro si stanno già contraendo per effetto dell'invecchiamento della popolazione. Il debito pubblico, inoltre, ha raggiunto livelli inediti e potrebbe costituire un ulteriore freno alla crescita. In molte EME le prospettive di crescita sono offuscate anche dal recente inasprimento delle condizioni finanziarie e dai rischi insiti nella fase finale del ciclo finanziario.

Gli investimenti sono tuttora inferiori ai livelli pre-crisi in numerose economie avanzate, ma ciò non dovrebbe rappresentare un'importante zavorra per la crescita tendenziale. In gran parte il deficit concerne il settore delle costruzioni dei paesi che hanno registrato forti boom immobiliari e, quindi, costituisce una correzione necessaria dei precedenti eccessi. Tuttavia, anche la spesa per attrezzature è inferiore alla media pre-crisi, a causa della debolezza della domanda e della lentezza della ripresa tipiche delle recessioni patrimoniali, più che per la mancanza di finanziamenti. A livello mondiale l'aumento tendenziale degli investimenti nelle EME ha compensato la flessione di lungo corso nelle economie avanzate.

L'inflazione è rimasta contenuta o è ulteriormente diminuita in molte economie. È improbabile, tuttavia, che ciò sia dovuto in misura determinante a un basso utilizzo delle risorse interne. Con la maggiore integrazione degli scambi, della finanza e della produzione, l'inflazione risente sempre più delle condizioni prevalenti nei mercati integrati su scala mondiale. Già da tempo i fattori internazionali hanno contribuito a ridurre il tasso di inflazione nonché la sua sensibilità alle condizioni interne. Queste forze potrebbero essere tuttora in azione.

La parte restante del presente capitolo descrive i principali andamenti macroeconomici nell'anno trascorso, facendo il punto dei progressi che i paesi colpiti dalla crisi hanno compiuto nella ripresa dalla recessione degli anni 2008-09. Passa poi in rassegna l'evoluzione recente dell'inflazione, mettendo in risalto il

ruolo crescente delle variabili internazionali. Infine, il capitolo esamina le possibili cause della debolezza degli investimenti e della crescita della produttività.

La crescita: andamenti recenti e trend di medio periodo

Una ripresa più vigorosa ma ancora disomogenea

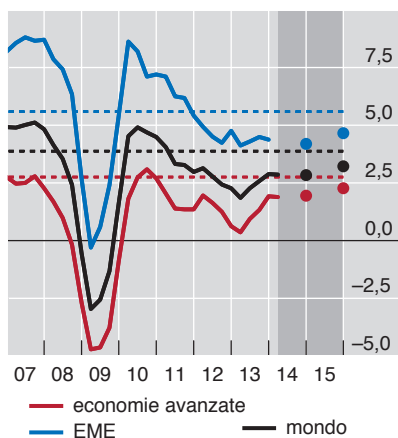
Nell'anno in rassegna la crescita economica mondiale ha acquistato vigore. Il tasso di incremento del PIL mondiale sull'anno precedente è aumentato dal 2 al 3% fra il primo trimestre del 2013 e lo stesso periodo del 2014 (grafico III.1, diagramma di sinistra), contro una media del 3,9% nel periodo 1996-2006 (tabella III.1 allegata). L'incremento dello scorso anno va ricondotto in gran parte alle economie avanzate, mentre la crescita nelle EME si è mantenuta stabile su un livello relativamente basso (ma comunque superiore a quello delle economie avanzate). Questa modifica nel contributo relativo fornito alla crescita risulta ancora più evidente dagli indicatori ricavati dalle indagini. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) del settore manifatturiero è costantemente aumentato nel 2013 per le economie avanzate, mentre per le EME si è attestato su livelli che indicano una crescita costante (grafico III.1, diagramma centrale). Di riflesso al miglioramento della domanda nelle economie avanzate, la crescita del commercio mondiale ha segnato una graduale ripresa nell'anno trascorso, pur rimanendo inferiore rispetto al periodo pre-crisi (grafico III.1, diagramma di destra).

La crescita ha recuperato rapidamente terreno negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Nel primo paese il calo della disoccupazione, una certa stabilizzazione dei mercati delle abitazioni e i progressi nella riduzione dell'indebitamento privato hanno favorito i consumi privati e, in misura minore, gli investimenti, portando il

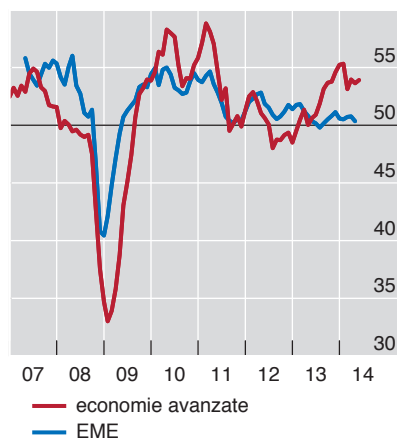
Le economie avanzate stanno trainando la ripresa della crescita mondiale

Grafico III.1

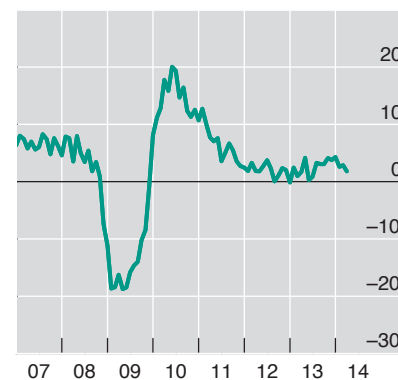
Crescita del prodotto¹



PMI manifatturiero²



Crescita del commercio internazionale³



¹ Variazioni percentuali sull'anno precedente del PIL reale effettivo e atteso; i punti indicano le previsioni; le linee tratteggiate indicano la crescita media annua nel periodo 1996-2006. Economie definite nella tabella III.1 allegata. Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ² Indici dei responsabili degli acquisti nel settore manifatturiero (PMI); un valore superiore a 50 indica un'espansione dell'attività economica. Economie avanzate: Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera; EME: Brasile, Cina, India, Messico, Russia, Singapore, Sudafrica, Turchia e Ungheria. Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ³ Variazioni percentuali sull'anno precedente.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; Bloomberg; Consensus Economics; CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; Datastream; HSBC-Markit; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

tasso di crescita sull'anno precedente attorno al 2% agli inizi del 2014, in rialzo di circa $\frac{3}{4}$ di punto percentuale rispetto all'inizio del 2013. Nonostante i minori passi avanti nel fronteggiare i problemi di bilancio, anche nel Regno Unito la crescita è stata favorita da un calo della disoccupazione e dal dinamismo del mercato delle abitazioni, spingendosi oltre il 3% agli inizi del 2014.

L'area dell'euro è ritornata a crescere sullo sfondo dei minori timori per il rischio sovrano e per il futuro della moneta unica. Trainata dalla Germania e in un primo momento anche dalla Francia, la crescita si è rafforzata per tutto il 2013, facendo registrare tassi positivi anche in Italia e Spagna nell'ultima parte dell'anno. Il ritorno alla crescita è stato favorito da un lieve calo del ritmo di risanamento dei conti pubblici in alcuni paesi, e si è accompagnato a un cambiamento radicale nelle condizioni finanziarie (Capitolo II). Ciò nonostante, i tassi di interesse applicati alle imprese e ai consumatori in Spagna, Italia e altri paesi vulnerabili sono rimasti persistentemente più elevati che altrove nell'area dell'euro.

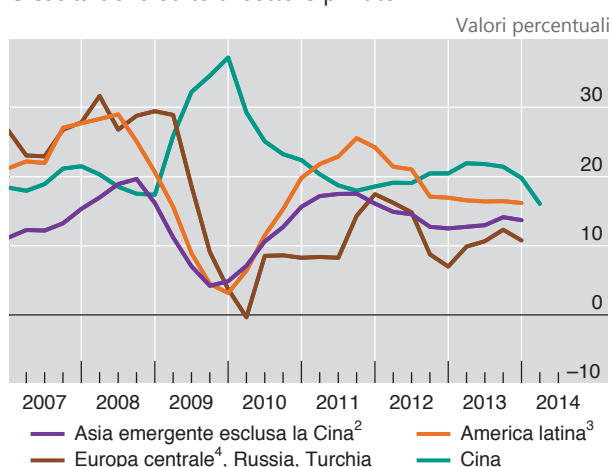
Il Giappone ha incontrato difficoltà nel rilanciare la crescita. Il PIL ha registrato un marcato incremento nella prima metà del 2013, in seguito all'annuncio di un ambizioso programma economico che comprendeva acquisti potenzialmente illimitati di attività finanziarie da parte della Bank of Japan (fino al raggiungimento di un tasso di inflazione del 2%), uno stimolo fiscale a breve termine abbinato a un graduale aumento delle tasse, nonché l'impegno ad attuare riforme strutturali favorevoli alla crescita. Ciò nonostante, nella seconda metà dell'anno la crescita ha subito un marcato rallentamento. Anche il conto corrente è peggiorato, malgrado il pronunciato deprezzamento dello yen. Agli inizi del 2014 la crescita ha segnato un forte recupero in vista del primo aumento delle imposte sui consumi in aprile. Tale miglioramento, tuttavia, dovrebbe in parte venire meno secondo le aspettative.

In molte EME l'effetto espansivo dei cicli finanziari ha continuato a sospingere la domanda aggregata¹. La crescita del credito, benché di gran lunga inferiore agli anni passati, è rimasta positiva e ha continuato ad alimentare il debito delle famiglie e delle società non finanziarie (grafico III.2). Allo stesso tempo, la crescita nelle EME ha dovuto fare i conti con due ostacoli importanti: il protratto rallentamento dell'espansione in Cina e l'inasprimento delle condizioni finanziarie mondiali dopo il maggio 2013 (Capitolo II).

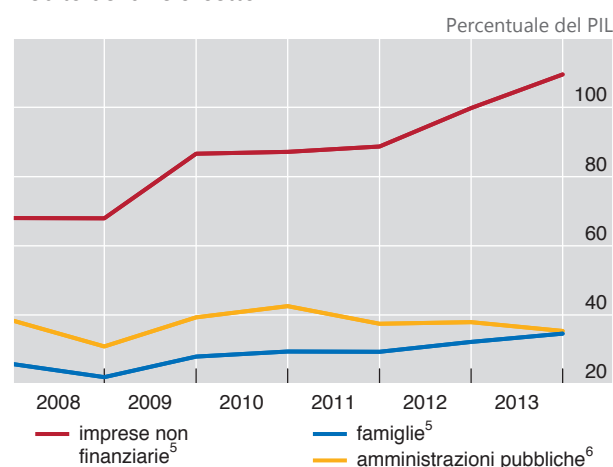
La crescita della Cina è diminuita di oltre 3 punti percentuali dal massimo del 2010, portandosi agli inizi del 2014 al 7½% circa sull'anno precedente. In particolare, nell'anno trascorso le autorità cinesi, mosse da una crescente preoccupazione per la vigorosa espansione del credito, hanno introdotto una serie di misure finanziarie restrittive, compresa una più rigorosa sorveglianza sui finanziamenti del sistema bancario ombra. Il rallentamento ha frenato la crescita nei paesi esportatori di materie prime (fra cui la Russia e alcuni paesi latinoamericani), di fattori intermedi e beni capitali (prevalentemente in Asia) e dei fornitori di beni tecnologici (come Corea, Giappone e Germania). Tuttavia, la ripresa delle esportazioni verso le economie avanzate a partire da metà 2013 ha concorso a una parziale stabilizzazione della crescita nelle EME.

L'inasprimento delle condizioni finanziarie mondiali a partire da maggio-giugno 2013 ha indotto inizialmente deprezzamenti valutari e deflussi di capitali maggiori nei paesi che presentavano disavanzi correnti più elevati, un'espansione più sostenuta del credito al settore privato e un debito pubblico più consistente. Dopo l'ondata di vendite del gennaio 2014 i paesi più colpiti sono stati invece quelli con un'inflazione relativamente elevata e prospettive di crescita in peggioramento

¹ Il ciclo finanziario è diverso dal ciclo economico: la sua misurazione più accurata si basa su una combinazione di aggregati creditizi e prezzi degli immobili e la sua durata è decisamente superiore, pari a circa 15-20 anni. Per una trattazione approfondita, cfr. il Capitolo IV.

Crescita del credito al settore privato¹

Debito dei diversi settori



¹ Media semplice delle variazioni percentuali sull'anno precedente nel credito totale al settore privato non finanziario. ² Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. ³ Argentina, Brasile, Cile e Messico. ⁴ Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria. ⁵ Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Messico, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore, Thailandia, Turchia e Ungheria. ⁶ Economie elencate nelle note 2-4, Cina, Russia e Turchia.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

(Capitolo II). Le vendite generalizzate iniziali hanno spinto paesi come India, Indonesia e Turchia ad adottare misure restrittive, innalzando ad esempio i tassi ufficiali, inasprendo i controlli sui movimenti di capitale, nonché ricorrendo a misure macroprudenziali e di politica fiscale. Per contro, i paesi con saldi sull'estero positivi o bassi tassi di inflazione, tra cui gran parte dell'Asia emergente e dell'Europa centrale e orientale, hanno potuto mantenere o, in alcuni casi, persino allentare ulteriormente le politiche monetarie e di bilancio per contrastare il peggioramento delle prospettive di crescita (Capitolo V).

L'ombra lunga della crisi finanziaria

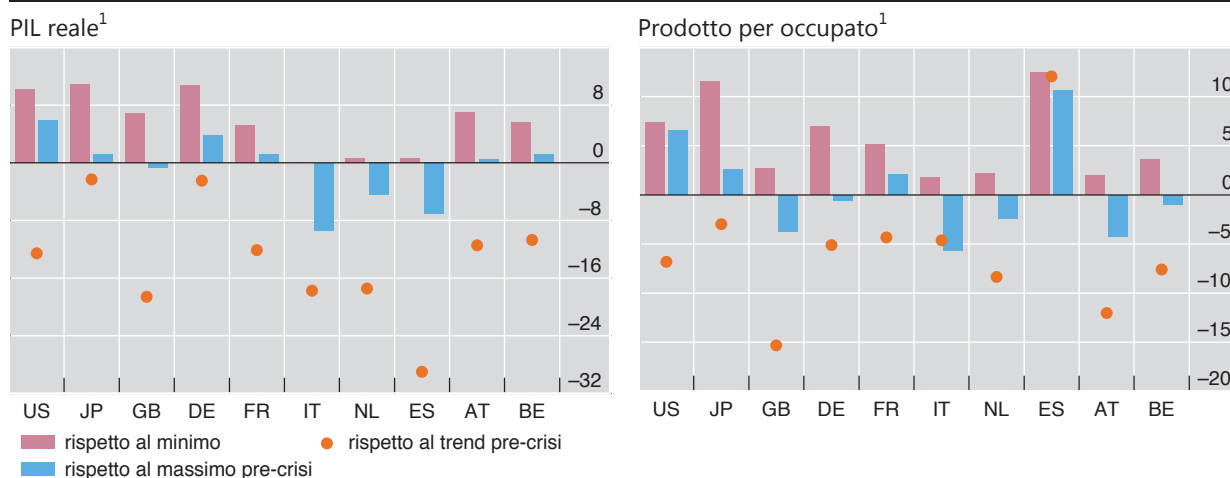
L'economia mondiale è ancora alle prese con i postumi della crisi finanziaria. Nonostante il recente rafforzamento, la ripresa rimane debole nel confronto storico. In varie economie avanzate il prodotto e la produttività si mantengono al di sotto dei massimi pre-crisi (grafico III.3), come del resto anche l'occupazione (tabella III.2 allegata). Ciò non sorprende: le crisi finanziarie provocano in genere recessioni più profonde e durature e sono seguite da riprese molto più lente (riquadro III.A).

La crisi ha avuto un impatto molto diverso a seconda dei paesi. Essa ha colpito in maniera più diretta Stati Uniti, Regno Unito, Spagna e Irlanda, insieme a vari paesi dell'Europa centrale e orientale. Dopo un boom del credito e dei prezzi degli immobili, questo gruppo di paesi ha attraversato un tracollo del mercato delle abitazioni e una crisi bancaria, che sono sfociati in una vera e propria recessione patrimoniale. Un'altra serie di paesi è stata colpita più indirettamente, soprattutto attraverso esposizioni finanziarie verso il primo gruppo. In particolare, in Austria, Francia, Germania e Svizzera le banche sono state sottoposte a tensioni a causa delle loro esposizioni transfrontaliere. Un terzo gruppo di paesi, comprendente la maggior parte delle EME, gli esportatori di materie prime come Australia e Canada, e i paesi nordici, è stato coinvolto di riflesso attraverso i canali commerciali, ma in

La ripresa del prodotto e della produttività è stata lenta e disomogenea

1° trimestre 2014 rispetto ai valori in legenda, in percentuale

Grafico III.3



AT = Austria; BE = Belgio; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; US = Stati Uniti.

¹ Punto di massimo pre-crisi e trend calcolati per il periodo 1996-2008, punto di minimo per il periodo dal 2008 fino agli ultimi dati disponibili. Trend lineare calcolato sul logaritmo del PIL reale e del prodotto per occupato.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; Datastream; elaborazioni BRI.

seguito ha beneficiato di un marcato incremento dei prezzi delle materie prime. Il Giappone e l'Italia non hanno risentito di tracolli interni o di esposizioni transfrontaliere eccessive, ma hanno dovuto far fronte all'effetto frenante di più lungo periodo riconducibile a un debito pubblico elevato, all'invecchiamento della popolazione e a inefficienze strutturali presenti da tempo.

Sebbene le politiche macroeconomiche espansive siano state strumentali per stabilizzare l'economia mondiale, la dinamica della ripresa nei singoli paesi è dipesa anche dalla loro capacità di affrontare le cause profonde della recessione patrimoniale. Tra i paesi che hanno subito una vera e propria recessione di questo tipo, gli Stati Uniti hanno segnato un recupero relativamente rapido: rispetto al 2008, il prodotto è aumentato di oltre il 10% e si colloca ora su un livello superiore del 6% circa al massimo pre-crisi. Ciò riflette in misura sostanziale la flessibilità dell'economia statunitense, i progressi sul fronte della riduzione dell'indebitamento delle famiglie e l'adozione di provvedimenti risoluti e credibili tesi a rafforzare i bilanci bancari (Capitolo VI). Nel Regno Unito, dopo una contrazione iniziale del 7½%, il prodotto è aumentato del 6¾%, e a sei anni di distanza è ancora inferiore di circa ½% al massimo pre-crisi. Ciò detto, la disoccupazione si è ridotta rapidamente, grazie a un grado relativamente elevato di flessibilità del mercato del lavoro.

Nell'area dell'euro la crisi del debito sovrano del 2010-12 ha acuito i problemi di bilancio ereditati dalla crisi finanziaria precedente. I paesi che all'inizio della crisi del debito sovrano presentavano un settore delle famiglie altamente indebitato e un settore bancario debole hanno subito un ulteriore calo dei prezzi degli immobili e del credito reale. Le debolezze del settore bancario e quelle del settore pubblico si sono esasperate a vicenda attraverso l'incremento dei costi di provvista e il calo della qualità delle attività. In Irlanda e Spagna la contrazione del credito e dei prezzi degli immobili è stata particolarmente pronunciata, sebbene negli ultimi tempi

La ripresa da una recessione patrimoniale

Rispetto alle normali recessioni congiunturali, le crisi finanziarie o bancarie gravi si accompagnano in genere a recessioni più profonde e durature, e sono seguite da una ripresa molto più lenta. Le crisi di questo tipo tendono a insorgere sulla scia di boom finanziari prolungati e in prossimità dell'apice dei cicli finanziari (Capitolo IV). Le cause di fondo di tali recessioni risiedono in ampi squilibri intertemporali e settoriali, la cui correzione richiede modifiche vaste e prolungate della configurazione della spesa. Per distinguerle dalle recessioni ordinarie del ciclo economico vengono denominate *recessioni patrimoniali*^①. Il presente riquadro analizza i fattori che ne frenano la successiva ripresa.

Durante i boom finanziari si sviluppano ampi *squilibri intertemporali e settoriali*. Le famiglie, le imprese e spesso anche le amministrazioni pubbliche accumulano debito incoraggiate da aspettative ottimistiche circa il loro reddito futuro, i prezzi delle attività e la facilità di accesso al credito. Le banche sovrastimano la solidità del proprio attivo, la solvibilità dei prenditori e la propria capacità di rifinanziarsi rinnovando passività a breve termine. Al contempo, la composizione del prodotto (e quindi l'allocazione del capitale e del lavoro tra i diversi settori) potrebbe non corrispondere alla composizione di una domanda sostenibile. Un chiaro esempio è costituito dall'espansione del settore delle costruzioni in diversi paesi, che lascia dietro di sé un ingente stock di proprietà immobiliari invendute. Anche il settore pubblico può crescere a dismisura, e il suo debito divenire insostenibile.

Presto o tardi la fiducia mal riposta e le aspettative ottimistiche si rivelano infondate, innescando un crollo dei prezzi delle attività e una brusca contrazione del prodotto. Alcuni operatori non saranno più in grado di onorare il servizio del debito e la loro insolvenza infliggerà perdite ai creditori, tipicamente le istituzioni finanziarie. Altri cominceranno a ridurre l'ammontare del debito accrescendo il risparmio netto e cedendo attività, con l'obiettivo di rimanere solvibili e di disporre di fondi sufficienti per far fronte agli impegni e alle necessità futuri. I creditori dovranno fare i conti con un'impennata di attività e prestiti deteriorati. La crisi prelude quindi a un periodo di *correzione dei bilanci* in cui gli operatori antepongono il risanamento dei conti alla spesa. Poiché la spesa di un operatore corrisponde al reddito di un altro operatore, tale risanamento comprime il reddito e il valore delle attività. Pertanto, finché gli indici di indebitamento non saranno ritornati su livelli più sostenibili e l'eccesso di capitale non sarà stato riassorbito, la crescita della spesa e del reddito aggregati si manterrà inevitabilmente al di sotto dei normali valori pre-crisi. Allo stesso tempo, una porzione significativa di capitale e di lavoro diventa improduttiva e deve trovare nuovi impieghi. Ciò in genere comporta il finanziamento di nuovi investimenti fissi e la creazione di nuove imprese, nonché l'esigenza per i disoccupati di riqualificarsi, trasferirsi e cercare un nuovo impiego. Tutto ciò richiede uno sforzo e tempi considerevoli.

La durata e l'intensità della contrazione dopo una recessione patrimoniale dipendono da vari fattori. Il primo è l'entità degli squilibri iniziali: quanto più marcati sono gli eccessi del boom, tanto maggiore è la correzione successiva necessaria. Tendenzialmente, le fasi di rapida contrazione finanziaria si associano a recessioni più profonde e la velocità della ripresa è inversamente correlata alle dimensioni del precedente boom del credito e del settore immobiliare^②. Le famiglie e le imprese più indebitate riducono di norma la spesa in misura maggiore rispetto a quelle con un debito inferiore^③. Il secondo fattore è l'entità delle turbative all'offerta di credito. Dopo la fase più acuta della crisi i creditori necessitano solitamente di qualche tempo per riconoscere le perdite e ricapitalizzarsi. La raccolta di fondi potrebbe risultare difficile a causa dell'opacità dei bilanci e della debolezza della crescita, che aumenta le sofferenze. Ciò che importa, tuttavia, non è tanto l'ammontare complessivo del credito bancario offerto quanto la sua efficiente allocazione. Dopo tutto, l'eccesso di debito va riassorbito ed è probabile che la domanda di credito sia contenuta in termini aggregati. In effetti, gli studi empirici mostrano che durante la ripresa la correlazione tra crescita del prodotto e crescita del credito è, nel migliore dei casi, soltanto debole; in altre parole, le cosiddette riprese "senza credito" costituiscono la norma piuttosto che l'eccezione^④. Per una ripresa più celere è invece essenziale che le banche riacquistino la capacità di destinare il credito agli impieghi più produttivi. Vi sono inoltre indicazioni del fatto che la riduzione dell'indebitamento privato durante la fase di contrazione favorisce un recupero più sostenuto^⑤. Il terzo fattore da cui dipende la gravità della contrazione è la portata delle rigidità e delle inefficienze strutturali. In presenza di ampi squilibri settoriali la crescita del prodotto e l'occupazione tendono a mostrare una ripresa più vigorosa, a parità di condizioni, nei paesi con mercati del lavoro più flessibili^⑥. Infine, le politiche seguite dai governi nella gestione della crisi e durante la fase successiva possono accelerare o frenare la ripresa (Capitoli I e V).

L'evidenza empirica conferma che la ripresa da una crisi finanziaria richiede tempi lunghi^⑦. In media, occorrono circa quattro anni e mezzo affinché il prodotto (pro capite) superi il livello massimo pre-crisi oppure dieci anni circa se si considera la Grande Depressione, mentre per l'occupazione la ripresa è addirittura più lenta (Reinhardt e Rogoff (2009)). A titolo di confronto, in una recessione congiunturale ordinaria il prodotto impiega circa un anno e

mezzo per riportarsi al massimo precedente. L'evidenza indica altresì la presenza di una notevole dispersione attorno alla media, a conferma che vari fattori (compresi quelli summenzionati) concorrono ad accelerare o rallentare la ripresa. Infine, anche le perdite in termini di PIL tendono a essere maggiori nelle recessioni patrimoniali (riquadro III.B).

① L'espressione "recessione patrimoniale" (balance sheet recession) è stata probabilmente utilizzata la prima volta da R. C. Koo, *Balance Sheet Recession*, John Wiley & Sons, 2003, per spiegare il ristagno della crescita in Giappone dopo lo scoppio della bolla azionaria e immobiliare nei primi anni novanta. Nel presente riquadro la medesima espressione è impiegata per designare una contrazione del prodotto associata a una crisi finanziaria dopo un boom finanziario; essa si inquadra inoltre in un'analisi diversa, che non comporta le stesse conclusioni di policy. Cfr. C. Borio, "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?", *BIS Working Papers*, n. 395, dicembre 2012, di prossima pubblicazione in *Journal of Banking and Finance*; J. Caruana, "Global economic and financial challenges: a tale of two views", intervento tenuto alla Harvard Kennedy School a Cambridge, Massachusetts, 9 aprile 2014. Cfr. inoltre il Capitolo I di questa Relazione. ② Cfr. ad esempio Ö. Jordà, M. Schularick e A. Taylor, "When credit bites back", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 45, 2013. ③ Cfr. ad esempio FMI, "Dealing with household debt", *World Economic Outlook*, aprile 2012, capitolo 3; K. Dynan, "Is a household debt overhang holding back consumption?", *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera 2012; A. Mian e A. Sufi, "Household leverage and the recession of 2007-2009", *IMF Economic Review*, vol. 58, 2010; A. Mian, K. Rao e A. Sufi, "Household balance sheets, consumption and the economic slump", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 128, 2013; C. A. Hennessy, A. Levy e T. Whited, "Testing Q theory with financing frictions", *Journal of Financial Economics*, vol. 83, 2007. ④ Cfr. E. Takáts e C. Upper, "Credit growth after financial crises", *BIS Working Papers*, n. 416, luglio 2013; S. Claessens, A. Kose e M. Terrones, "What happens during recessions, crunches and busts?", *Economic Policy*, vol. 24, 2009; G. Calvo, A. Izquierdo ed E. Talvi, "Phoenix miracles in emerging markets: recovery without credit from systematic financial crises", *American Economic Review*, vol. 96, 2006. ⑤ Cfr. M. Bech, L. Gambacorta ed E. Kharroubi, "Monetary policy in a downturn: are financial crises special?", *International Finance*, vol. 17, primavera 2014. ⑥ Cfr. BRI, 83^a *Relazione annuale*, giugno 2013, Capitolo III. ⑦ C. Reinhardt e K. Rogoff, *This time is different*, Princeton University Press, 2009; cfr. inoltre ad esempio D. Papell e R. Prodan, "The statistical behavior of GDP after financial crises and severe recessions", paper preparato per la conferenza "Long-term effects of the Great Recession" della Federal Reserve Bank di Boston, ottobre 2011; nonché G. Howard, R. Martin e B. Wilson, "Are recoveries from banking and financial crises really so different?", *International Finance Discussion Papers*, n. 1037, Federal Reserve Board, 2011.

sembri essere giunta a un punto di svolta. In Italia, dove il boom è stato meno pronunciato, si sono registrate più di recente lievi flessioni sia degli aggregati creditizi sia dei prezzi degli immobili (Capitolo IV). Anche i legami commerciali all'interno dell'area dell'euro hanno concorso alla fiacchezza della ripresa in vari paesi. Un'eccezione di rilievo è la Germania, che aveva risentito del crollo del commercio mondiale nel 2009, ma che ha anche tratto vantaggio dal suo rapido recupero e dagli afflussi di fondi alla ricerca di impieghi sicuri provenienti dai paesi dell'area dell'euro in difficoltà.

L'ombra lunga della crisi finanziaria è ancora ben presente. Come illustra il grafico III.3 (punti nel diagramma di sinistra), l'attuale livello del prodotto nelle economie avanzate si colloca a un livello inferiore a quello che avrebbe raggiunto se fosse proseguito il trend pre-crisi. Tale divario è pari ad esempio al 12½% circa negli Stati Uniti e al 18½% nel Regno Unito, mentre è addirittura più ampio per la Spagna, al 29%.

Vi sono due spiegazioni complementari alla base di questo fenomeno. In primo luogo, è probabile che il trend pre-crisi sovrastimasse il livello sostenibile del prodotto e della crescita durante il boom finanziario. In secondo luogo, la crisi finanziaria potrebbe aver abbassato in maniera permanente il livello del prodotto potenziale. In entrambi i casi, sarebbe errato estrapolare i tassi medi di crescita pre-crisi per stimare il grado di sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia. In effetti i divari in termini di prodotto riportati nel grafico III.3 si basano su un semplice trend lineare, che probabilmente è una misura troppo rudimentale della crescita potenziale prima della crisi. Ciò nonostante, anche in base a indicatori statistici più sofisticati, le perdite permanenti di prodotto a seguito di una crisi risultano in genere ingenti: misurato in termini di differenza tra il trend pre-crisi e quello post-crisi, l'ordine di grandezza del divario medio del prodotto è di circa il 7½-10% (riquadro III.B).

La misurazione delle perdite in termini di prodotto a seguito di una recessione patrimoniale

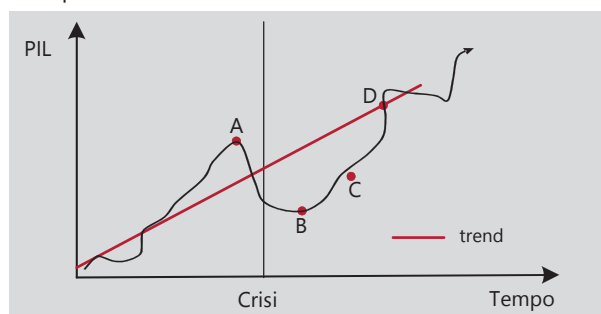
Le recessioni patrimoniali, oltre a essere seguite da una ripresa più lenta rispetto alle normali recessioni del ciclo economico (riquadro III.A), comportano anche ingenti perdite in termini di prodotto. Queste ultime si sono spesso dimostrate permanenti, ossia sono rari i casi in cui il prodotto ritorna al sentiero precedente alla crisi.

A titolo illustrativo, il grafico III.B riporta due esempi della possibile evoluzione del PIL dopo una recessione associata a una crisi finanziaria (recessione patrimoniale). In entrambi gli esempi il punto A indica il valore massimo raggiunto appena prima che la crisi abbia inizio, il punto B segnala il valore minimo e il punto C individua il momento in cui il PIL ritorna sul tasso di crescita tendenziale pre-crisi. Nel primo esempio il prodotto si riporta gradualmente sulla traiettoria o andamento tendenziale seguito prima della crisi (punto D). Ciò significa che per vari anni (tra il punto C e il punto D) il prodotto aumenta a tassi più elevati della media pre-crisi. Nel secondo esempio, invece, il prodotto recupera terreno, ma non abbastanza da ritornare al trend pre-crisi. Il PIL si assesta su un nuovo andamento tendenziale (linea rossa tratteggiata) in cui il tasso di crescita è identico a quello precedente alla crisi, ma il livello del PIL è permanentemente inferiore al trend pre-crisi (linea rossa continua). Lo scarto tra i due trend (indicato da δ) misura la perdita permanente in termini di prodotto. In questo caso, se si dovesse estrapolare la stima del prodotto potenziale dall'andamento pre-crisi, l'output gap risulterebbe sovrastimato dell'ammontare δ .

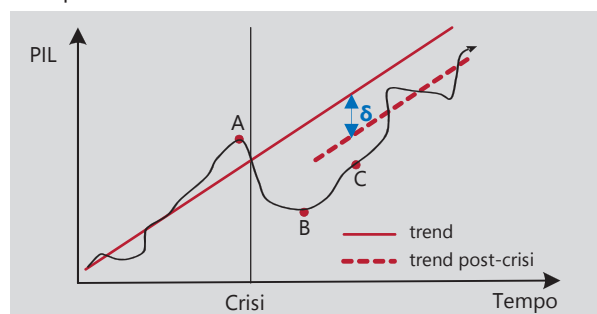
Misurazione dei costi di una crisi: un'analisi grafica

Grafico III.B

Esempio 1



Esempio 2



Punto A: massimo pre-crisi; punto B: minimo post-crisi; punto C: la crescita del PIL eguaglia il trend per la prima volta dopo la crisi; punto D: il PIL torna al livello pre-crisi.

Secondo la letteratura, le perdite iniziali di prodotto in una recessione patrimoniale, misurate dal massimo al minimo (da A a B) oppure dal massimo al momento in cui il tasso di crescita ritorna ai valori pre-crisi (da A a C), sono ingenti e si collocano tra il 6 e il 14% in media tra i vari paesi. Per contro, nelle normali recessioni congiunturali nelle economie avanzate il prodotto cala di norma del 2% circa. L'aspetto più importante è che, stando a vari studi, queste perdite iniziali sono compensate solo in parte nella ripresa successiva alla recessione patrimoniale, ossia sono perlopiù permanenti, in linea con lo scenario del secondo esempio. A differenza del grafico III.B, questi studi non utilizzano semplici regressioni sul trend, bensì seguono solitamente l'approccio di Cerra e Saxena (2008) utilizzando regressioni su dati panel del PIL (o della crescita del PIL) per determinare l'impatto medio di una crisi bancaria sul prodotto. Le perdite permanenti stimate risultano ingenti, tra il 7½ e il 10%. Questi risultati confermano la propria validità indipendentemente dalle differenze in termini di campioni, datazione della crisi o metodi di calcolo, e soprattutto anche considerando la possibilità di una causalità inversa, ossia che il rallentamento della crescita del prodotto abbia generato la crisi^①.

A differenza delle perdite permanenti nel livello del prodotto, vi sono scarse evidenze che una crisi finanziaria sia causa diretta di una riduzione permanente del tasso di crescita tendenziale^②. Esistono tuttavia riscontri di effetti indiretti attraverso almeno due canali. Il primo attiene agli effetti avversi di un *elevato debito pubblico*: dopo una crisi finanziaria il debito pubblico subisce un forte aumento, pari in media all'85% circa in termini nominali secondo Reinhart e Rogoff (2009)^③. Un debito pubblico elevato può frenare la crescita media del PIL a lungo

termine per almeno tre motivi. In primo luogo, all'aumentare del debito aumentano anche gli esborsi per interessi. A sua volta, un maggiore servizio del debito comporta maggiori imposte distorsive e una minore spesa pubblica produttiva. In secondo luogo, all'aumentare del debito aumentano prima o poi anche i premi per il rischio sovrano. La pressione fiscale non può spingersi oltre determinati limiti per motivi sia economici sia politici. Pertanto, quando per assicurare la sostenibilità del debito si rendono necessarie aliquote superiori al tetto massimo, un paese sarà costretto all'insolvenza, in modo esplicito o tramite l'inflazione. La probabilità di raggiungere tale tetto aumenta con il livello del debito. L'innalzamento dei premi per il rischio sovrano induce a sua volta maggiori costi di indebitamento, minori investimenti privati e una crescita inferiore nel lungo periodo. In terzo luogo, all'aumentare del debito le autorità perdono la flessibilità di ricorrere a politiche anticicliche, circostanza che genera maggiore volatilità, un grado più elevato di incertezza e, ancora una volta, minore crescita. Cecchetti et al. (2011), nonché vari studi incentrati sulle economie avanzate nel secondo dopoguerra, rilevano che, tenuto conto delle determinanti tipiche della crescita economica, il livello del debito pubblico esercita un impatto negativo sulla crescita tendenziale^④.

Il secondo canale consiste in una maggiore *distorsione nell'allocazione delle risorse*. Di norma, le forze di mercato dovrebbero indurre le imprese meno efficienti a ristrutturarsi oppure ad abbandonare il mercato, aumentando le risorse a disposizione delle imprese più efficienti. Tuttavia, il funzionamento delle forze di mercato è limitato, in misura variabile a seconda del paese, dalla regolamentazione dei mercati dei prodotti e del lavoro, dal diritto fallimentare, dal diritto tributario, dalle sovvenzioni pubbliche, nonché da un'allocazione non efficiente del credito. Di conseguenza, potrebbe rimanere nel mercato un numero eccessivo di imprese meno efficienti: ciò comporta una crescita della produttività aggregata più bassa (e quindi una crescita tendenziale del PIL inferiore) rispetto a quanto non sarebbe altrimenti possibile^⑤.

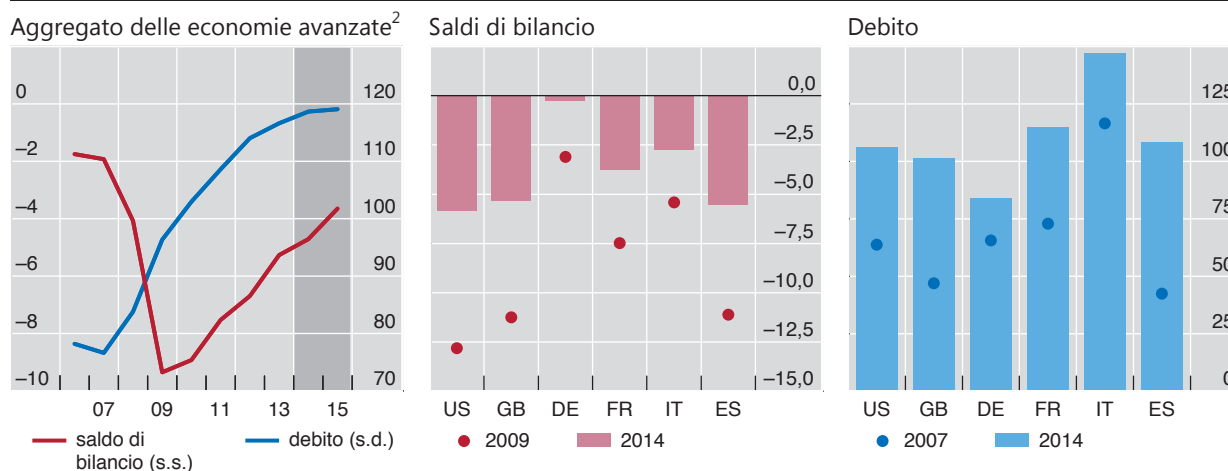
Un boom finanziario acuisce in genere la distorsione dell'allocazione delle risorse (come osservato nel riquadro III.A). Ma è quando non si fronteggia il malfunzionamento del settore bancario né si rimuovono gli ostacoli alla riallocazione delle risorse che questo problema può diventare cronico. All'indomani di una crisi finanziaria i dirigenti delle banche in difficoltà sono incentivati a continuare a finanziare le imprese dissestate e in genere meno efficienti (c.d. *evergreening* o *debt forbearance*, tolleranza del debito). Potrebbero inoltre ridurre il credito alle imprese più efficienti, ritenendole comunque in grado di sopravvivere, ma privandole così delle risorse necessarie per espandersi. Le autorità potrebbero tollerare queste prassi per evitare ampi interventi impopolari di salvataggio, nonché potenziali forti aumenti della disoccupazione dovuti a ristrutturazioni societarie. Alcuni studi recenti suggeriscono che nell'ultima esperienza post-crisi il fenomeno della *debt forbearance* si è verificato, quanto meno in alcuni paesi^⑥. Le evidenze di tale pratica sono inoltre abbondanti nel caso del Giappone dopo lo scoppio della bolla nei primi anni novanta. La mobilità dei capitali e del lavoro era diminuita rispetto al periodo pre-crisi e, sorprendentemente, non solo erano state mantenute in vita imprese inefficienti, ma la loro quota di mercato sarebbe persino aumentata a scapito delle imprese più efficienti^⑦. Questa redistribuzione ha probabilmente contribuito al calo della crescita tendenziale osservato nel paese agli inizi degli anni novanta.

④ V. Cerra e S. C. Saxena, "Growth dynamics: the myth of economic recovery", *American Economic Review*, vol. 98, 2008. Per una rassegna della letteratura sulla stima delle perdite in termini di prodotto cfr. Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, 2010. Non tutti gli studi, tuttavia, rilevano uno spostamento permanente del prodotto potenziale. Ad esempio, i risultati di D. H. Papell e R. Prodan ("The statistical behavior of GDP after financial crises and severe recessions", paper preparato per la conferenza *Long-term effects of the Great Recession* della Federal Reserve Bank di Boston, ottobre 2011) sono più eterogenei. In particolare, dopo una grave crisi, gli Stati Uniti (1929) e la Svezia (1991) sono riusciti a tornare al trend precedente dopo circa dieci anni. Tale ritorno, tuttavia, potrebbe ricondursi a fattori diversi dalla crisi (come il riarmo o le riforme strutturali). ⑤ Un'eccezione è rappresentata da C. Ramirez, "Bank fragility, 'money under the mattress', and long-run growth: US evidence from the 'perfect' panic of 1893", *Journal of Banking and Finance*, vol. 33, 2009. ⑥ C. Reinhart e K. Rogoff, *This time is different*, Princeton University Press, 2009. ⑦ S. Cecchetti, M. Mohanty e F. Zampolli, "The real effects of debt", in *Achieving Maximum Long-Run Growth*, atti del simposio patrocinato dalla Federal Reserve Bank di Kansas City, Jackson Hole, agosto 2011. Per un'analisi delle evidenze cfr. "Un elevato debito pubblico rappresenta un freno alla crescita?" in BRI, *83ª Relazione annuale*, giugno 2013, pagg. 48-49. ⑧ Cfr. ad esempio D. Restuccia e R. Rogerson, "Misallocation and productivity", *Review of Economic Dynamics*, vol. 16, 2013. ⑨ Cfr. ad esempio U. Albertazzi e D. Marchetti, "Offerta di credito, flight to quality ed evergreening: un'analisi delle relazioni banca-impresa dopo Lehman", Banca d'Italia, *Temi di discussione*, n. 756, 2010 (versione integrale disponibile soltanto in inglese); Bank of England, *Financial Stability Report*, n. 30, dicembre 2011; nonché A. Enria, "Supervisory policies and bank deleveraging: a European perspective", intervento alla 21ª Hyman P. Minsky Conference on the State of the US and World Economies, 11-12 aprile 2012. ⑩ Sull'evergreening cfr. ad esempio R. Caballero, T. Hoshi e A. Kashyap, "Zombie lending and depressed restructuring in Japan", *American Economic Review*, vol. 98, 2008; J. Peek ed E. Rosengren, "Unnatural selection: perverse incentives and the misallocation of credit in Japan", *American Economic Review*, vol. 95, 2005. Sulla minore mobilità dei capitali e del lavoro cfr. ad esempio T. Iwaisako, "Corporate investment and restructuring", in *Reviving Japan's Economy*, MIT Press, 2005, pagg. 275-310. Sulla sopravvivenza delle imprese inefficienti e l'esclusione dal mercato di quelle efficienti cfr. ad esempio A. Ahearne e N. Shinada, "Zombie firms and economic stagnation in Japan", *International Economics and Economic Policy*, vol. 2, 2005.

Il risanamento dei conti pubblici nelle economie avanzate è ancora incompiuto¹

In percentuale del PIL

Grafico III.4



DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; US = Stati Uniti.

¹ I dati si riferiscono al settore delle amministrazioni pubbliche; i dati sul debito si riferiscono al debito lordo. ² Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005 di Australia, Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Italia, Norvegia, Nuova Zelanda, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. L'area ombreggiata corrisponde alle proiezioni.

Fonte: OCSE, *Economic Outlook*.

Un'altra ombra lunga è quella gettata dall'elevato debito pubblico. Sebbene i governi delle economie avanzate abbiano compiuto progressi significativi nella riduzione dei disavanzi di bilancio dopo la crisi, il debito si colloca su livelli record ed è in ulteriore aumento (grafico III.4, diagramma di sinistra). In media i disavanzi pubblici si sono ridotti dopo aver raggiunto il 9% del PIL nel 2009 e dovrebbero continuare a contrarsi. Ciò nonostante, essi sono ancora ampi (prossimi o superiori al 6%) in Spagna, Stati Uniti e Regno Unito, paesi le cui finanze pubbliche hanno subito un drastico deterioramento sulla scia della crisi (grafico III.4, diagramma centrale). Parallelamente, il debito ha superato il 100% del PIL in gran parte delle maggiori economie (grafico III.4, diagramma di destra; tabella III.3 allegata).

L'inflazione: determinanti interne e internazionali

Il rafforzamento della crescita mondiale non ha finora coinciso con un aumento sostenuto dell'inflazione (grafico III.5, diagramma di sinistra). Dalla metà del 2013 le misure dell'inflazione generale sono rimaste inferiori o prossime all'obiettivo in diversi paesi. In particolare, l'indice generale dei prezzi al consumo era pari allo 0,7% nell'area dell'euro nell'aprile 2014, mentre è salito al 2% negli Stati Uniti dopo essersi mantenuto al disotto dell'obiettivo per diversi mesi. Il Giappone rappresenta invece un'eccezione: l'inflazione sia di fondo sia generale è salita considerevolmente dopo l'annuncio, ai primi del 2013, di un obiettivo del 2% per il tasso di inflazione. Anche nelle EME l'inflazione generale è rimasta inferiore alla media, pur mantenendosi persistentemente elevata in Brasile, Indonesia, Russia e Turchia.

La recente stabilità dell'inflazione a livello internazionale ha riflesso in larga parte la stabilità dei prezzi delle materie prime (grafico III.5, diagramma di destra) e delle componenti di fondo (grafico III.5, diagramma centrale). Negli Stati Uniti e

nell'area dell'euro l'inflazione di fondo ha continuato a scendere fino a epoca recente, ma sembra avere mutato direzione in aprile, quando è salita portandosi rispettivamente all'1,8 e all'1%. Nell'anno trascorso la flessione nell'area dell'euro ha superato le previsioni. Essa è stata particolarmente pronunciata nei paesi periferici e verosimilmente dovuta ad aggiustamenti strutturali e al ripristino della competitività.

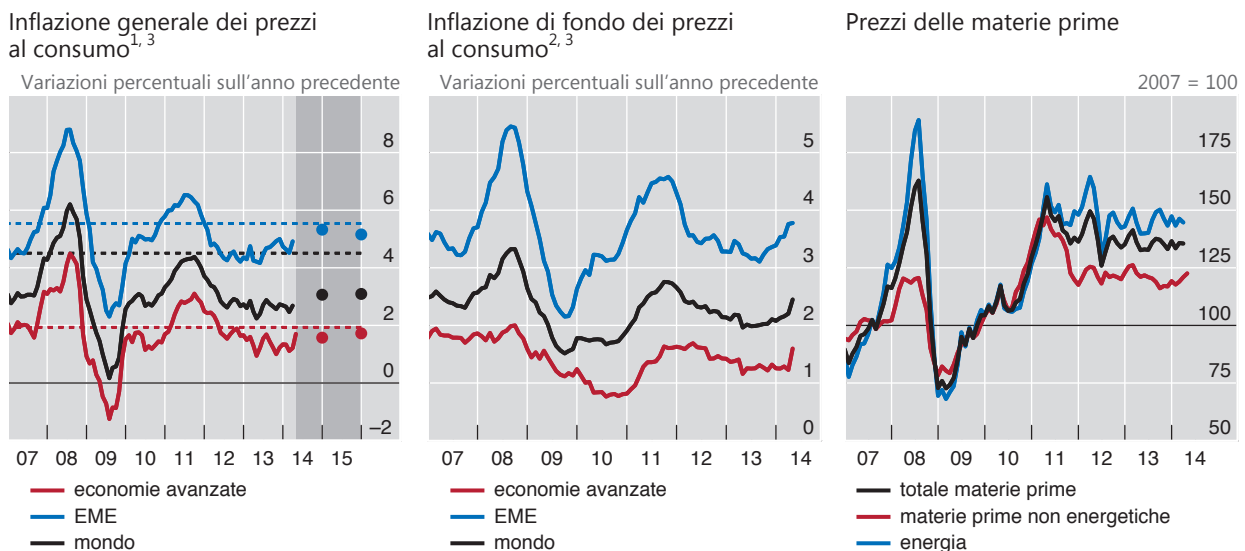
La relativa stabilità dell'inflazione nelle economie avanzate è degna di nota nel confronto con le variazioni del prodotto. L'inflazione non è solo rimasta moderata nel periodo recente nonostante il consolidarsi della ripresa, ma è anche diminuita meno di quanto previsto da molti osservatori durante le fasi immediatamente successive alla crisi malgrado la grave recessione.

Da quali fattori dipende questa stabilità dell'inflazione? Il quadro di riferimento convenzionale per analizzare l'inflazione, la cosiddetta curva di Phillips, mette in relazione il tasso di variazione dei prezzi sia all'inflazione passata e attesa sia al grado di sottoimpiego della capacità produttiva all'interno dell'economia, dato dalla differenza tra il prodotto effettivo e una misura del prodotto potenziale. Una versione simile, la curva di Phillips dei salari, collega il tasso di variazione dei salari a quello dei prezzi e al grado di capacità inutilizzata nel mercato del lavoro.

Il grado di capacità inutilizzata nell'economia non è purtroppo osservabile direttamente e non può essere misurato con precisione. L'incertezza al riguardo è già elevata in condizioni normali, ma lo è ancora di più dopo una recessione patrimoniale. Il periodo successivo alla Grande Recessione non fa eccezione: mentre alcuni indicatori segnalano la sostanziale chiusura dell'output gap, altri continuano a suggerire la presenza di un margine considerevole di capacità inutilizzata. Ciò nonostante, nell'anno trascorso tutte le stime hanno evidenziato dinamiche analoghe

L'inflazione è rimasta contenuta a livello mondiale

Gráfico III.5



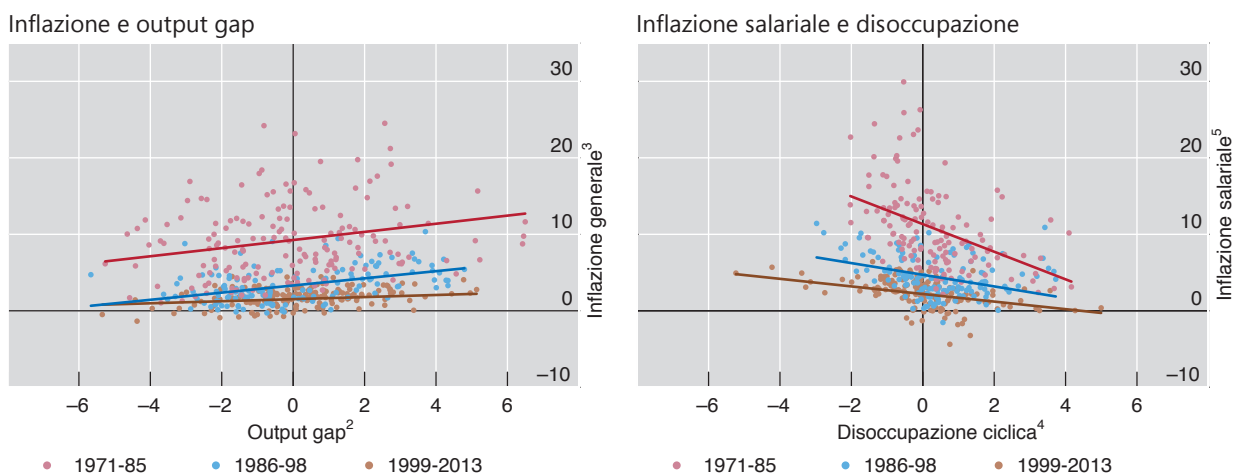
¹ Le previsioni sono indicate dai punti; le linee tratteggiate corrispondono all'inflazione media annua nel periodo 2001-06 per le EME e 1996-2006 per le altre economie. Economie definite nella tabella III.1 allegata. Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ² Prezzi al consumo al netto di alimentari ed energia; per alcune economie, definizione nazionale. Economie definite nella tabella III.1 allegata, esclusi Arabia Saudita, Venezuela e altre economie del Medio Oriente. Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ³ Per l'Argentina, i dati sui prezzi al consumo si basano su stime ufficiali (discontinuità metodologica nel dicembre 2013). Per l'India, prezzi all'ingrosso.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; OCSE, *Main Economic Indicators*; CEIC; Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Le curve di Phillips dei prezzi e dei salari si sono appiattite nelle economie avanzate¹

In percentuale

Grafico III.6



¹ Dati annuali; rette di regressione stimate mediante analisi di panel non bilanciato con effetti fissi cross-section, controllando per le variazioni sull'anno precedente nei prezzi delle materie prime. I punti corrispondono ai dati per Australia, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. ² Stimato con un filtro di Hodrick-Prescott. ³ Variazioni sull'anno precedente dell'indice dei prezzi al consumo. ⁴ Tasso di disoccupazione meno tasso di disoccupazione naturale (NAIRU). ⁵ Variazioni sull'anno precedente dei salari.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook e Main Economic Indicators*; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

e indicative di una riduzione del grado di sottoimpiego. Questo andamento discorda tuttavia con la recente moderazione dell'inflazione (riquadro III.C). Inoltre, gli ampi output gap osservati durante il rallentamento del 2008-09 contrastano con l'assenza, in tale periodo, di pressioni disinflazionistiche pronunciate.

Ciò indica che il grado di sottoutilizzo della capacità a livello interno sta influenzando in misura solo contenuta sull'inflazione. Tale fenomeno non è nuovo: l'appiattimento della curva di Phillips sembra essere iniziato negli anni ottanta e aver proseguito gradualmente negli anni successivi. A titolo illustrativo, il diagramma di sinistra del grafico III.6 riporta la relazione tra il tasso di inflazione e l'output gap (stimato dal filtro di Hodrick-Prescott) per una serie di economie avanzate. Le rette di regressione mostrano che l'inclinazione della curva è diminuita nei diversi periodi. L'appiattimento è altresì evidente nel diagramma di destra del grafico, che presenta la relazione fra l'inflazione dei salari e una stima della componente ciclica del tasso di disoccupazione.

Un migliore ancoraggio delle aspettative di inflazione?

Si ritiene spesso che il principale fattore alla base dell'appiattimento della curva di Phillips sia una maggiore fiducia nell'impegno delle banche centrali a mantenere l'inflazione bassa e stabile. Se ritengono credibile l'impegno delle banche centrali, le imprese e i lavoratori ignoreranno gli scostamenti temporanei – positivi o negativi – dell'inflazione dalle previsioni e aggiusteranno con meno frequenza i prezzi e i salari. Un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine, pertanto, tenderà ad accompagnarsi a minori pressioni inflazionistiche congiunturali. Alla stessa stregua, una maggiore credibilità si riflette altresì in un minore grado di trasmissione dei movimenti del cambio sui prezzi all'importazione e al consumo: nella misura in cui le variazioni dei tassi di cambio nominali sono considerate

La misurazione del prodotto potenziale e del grado di sottoutilizzo della capacità produttiva

Il prodotto potenziale è una variabile chiave per i responsabili delle politiche economiche, poiché fornisce informazioni sulla sostenibilità del prodotto e sul grado di sottoimpiego della capacità produttiva. Esso, tuttavia, non è osservabile, neanche a posteriori. In passato i responsabili delle politiche hanno confidato nel fatto che un surriscaldamento dell'economia si sarebbe di norma manifestato in un rialzo dell'inflazione, dal momento che la domanda avrebbe esercitato pressioni crescenti su risorse limitate. Negli ultimi decenni, tuttavia, il nesso fra output gap e inflazione si è fatto via via più flebile. L'inflazione non è aumentata tanto quanto nelle precedenti fasi espansive, e ciò ha spinto i responsabili delle politiche economiche a credere che la crescita del prodotto potesse proseguire indefinitamente. In realtà, i segnali di un'espansione insostenibile si sono palesati in una crescita non sostenibile del credito e dei prezzi delle attività. Questo riquadro esamina i metodi tradizionalmente utilizzati per stimare il prodotto potenziale e li pone a confronto con una metodologia nuova che tiene esplicitamente conto delle variabili finanziarie.

I metodi tradizionali spaziano da quelli puramente statistici a quelli basati esplicitamente sulla teoria economica. A un estremo si collocano, tra i più diffusi, i metodi statistici univariati e in particolare il filtro di Hodrick-Prescott (HP). Queste tecniche scompongono le serie dei dati sul prodotto in una componente ciclica e una di trend, interpretata come prodotto potenziale. Pur avendo il vantaggio di essere semplici e trasparenti, tali metodologie si basano interamente sui dati e risentono quindi del problema dell'ultima osservazione: di norma le stime del prodotto potenziale cambiano notevolmente quando si rendono disponibili nuove osservazioni, anche in assenza di revisioni dei dati. Il problema si avverte in particolare attorno ai punti di svolta del ciclo economico, proprio nel momento in cui è maggiore l'esigenza di disporre di stime accurate.

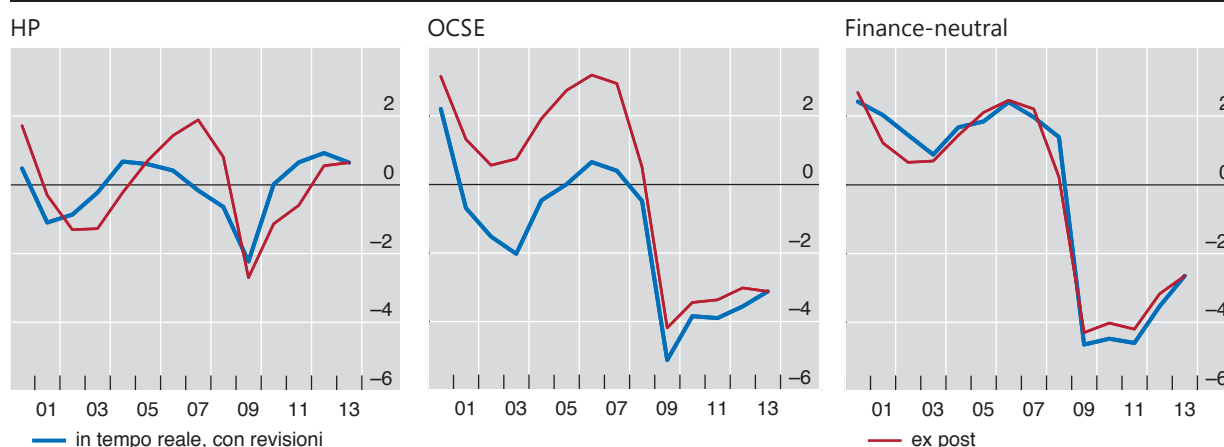
Altri metodi combinano statistica e teoria economica. Una scelta diffusa consiste nell'utilizzare modelli della funzione di produzione, che stimano il prodotto potenziale in funzione degli input di capitale e lavoro. Gli approcci strutturali presentano il vantaggio di poter attribuire le variazioni del prodotto potenziale a fattori economici, ma sono altresì soggetti a errori, dovuti a un'errata specificazione del modello sottostante e alle incertezze nelle stime dei parametri e nella misurazione delle variabili. Inoltre, anche queste metodologie possono comportare sostanziali problemi dell'ultima osservazione, in quanto fanno ampio ricorso a filtri statistici puri per attenuare le fluttuazioni cicliche dei fattori produttivi. Orphanides e Van Norden (2005)^① riscontrano che le stime in tempo reale dell'output gap hanno una bassa valenza esplicativa riguardo agli andamenti dell'inflazione rispetto alle stime basate su dati ex post, e che le revisioni possono essere di entità addirittura pari allo stesso output gap.

Di recente, Borio et al. (2013)^② hanno introdotto un metodo di stima dell'output gap basato sul filtro di Kalman che incorpora informazioni relative al credito e ai prezzi degli immobili (Capitolo IV). Questo approccio tiene conto

Stime sull'intero campione e in tempo reale dell'output gap USA

In punti percentuali del prodotto potenziale

Grafico III.C



Fonti: C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, "Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 404, febbraio 2013; OCSE, *Economic Outlook*.

del fatto che l'espansione del credito e l'esuberanza dei prezzi delle attività possono sospingere il prodotto su livelli insostenibilmente elevati, ma non si accompagnano necessariamente a un aumento dell'inflazione dei prezzi al consumo. Un motivo è che i boom finanziari coincidono spesso con un'espansione temporanea della capacità produttiva, la quale tende a moderare le spinte sui prezzi. Pertanto, l'inserimento delle variabili finanziarie permette di ricavare stime della componente di trend che risultano meno influenzate da boom finanziari insostenibili. Il corrispondente output gap "neutrale ai fattori finanziari" ("finance-neutral") indica quanto si discosti il prodotto dal suo livello sostenibile.

Le differenze tra i vari metodi sono illustrate nel grafico III.C: il diagramma di sinistra mostra l'output gap negli Stati Uniti calcolato applicando il noto filtro HP; il diagramma centrale riporta la stessa variabile stimata con modelli della funzione di produzione dell'OCSE; il diagramma di destra contiene la stima finance-neutral. Le prime due misure non hanno segnalato in tempo reale il surriscaldamento dell'economia nel periodo antecedente la Grande Recessione: le stime dell'output gap ottenute con questi stessi metodi dopo avere osservato la recessione sono significativamente diverse. Per contro, le stime in tempo reale calcolate attraverso il filtro finance-neutral sono molto più allineate con quelle ex post e, quel che è più importante, segnalavano chiaramente che il prodotto si trovava al di sopra del livello sostenibile ben prima dell'inizio della recessione^③.

È probabile che dopo una recessione patrimoniale l'incertezza inerente alle stime dell'output gap sia assai maggiore che dopo una normale recessione ciclica. Le perdite in termini di prodotto sono di norma permanenti, ancorché di entità incerta (riquadro III.B). A questo riguardo, l'immagine fornita dalle stime dell'output gap differisce notevolmente a seconda del metodo utilizzato. La misura ottenuta con il filtro HP indica che negli Stati Uniti l'output gap è stato colmato. Quella basata sulla funzione di produzione dell'OCSE continua invece a segnalare un ampio margine di capacità produttiva inutilizzata, pari a oltre il 3% del prodotto potenziale nel 2013. L'output gap finance-neutral indica la presenza di un livello di utilizzo della capacità analogamente basso, ma in considerevole aumento negli ultimi trimestri, in concomitanza con la ripresa della crescita del credito. Occorre tuttavia rilevare che anche la misura dell'output gap finance-neutral rischia di sovrastimare il grado effettivo di sottoimpiego della capacità produttiva dopo una recessione patrimoniale, nella misura in cui si adegua solo lentamente alle perdite permanenti di prodotto^④.

① A. Orphanides e S. Van Norden, "The reliability of inflation forecasts based on output gap estimates in real time", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, giugno 2005. ② C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, "Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, n. 404, febbraio 2013. ③ Cfr. anche D. Arseneau e M. Kiley, "The role of financial imbalances in assessing the state of the economy", *FEDS Notes*, aprile 2014. ④ Anche con l'aggiunta di variabili finanziarie, il filtro finance-neutral non rileva gli ampi effetti non lineari delle crisi finanziarie sul livello del prodotto potenziale, se non soltanto gradualmente nel tempo. Ad esempio, le stime in tempo reale dell'output gap svedese negli anni successivi alla fase di forte contrazione dell'attività finanziaria agli inizi degli anni novanta erano considerevolmente inferiori a quelle ex post.

episodiche e l'aggiustamento dei prezzi comporta dei costi, le imprese potrebbero semplicemente lasciare fluttuare i propri margini.

Le aspettative di inflazione a lungo termine sono rimaste finora ben ancorate nelle principali economie e questo ha contribuito all'osservata stabilità dell'inflazione in tali paesi. Persino in Giappone, nonostante i numerosi anni di blanda deflazione, le aspettative a lungo termine sono oscillate attorno a un tasso positivo dell'1%. A dispetto di questa passata stabilità, nell'area dell'euro le misure delle aspettative di inflazione a medio termine basate sui mercati finanziari (come i tassi di inflazione impliciti negli swap) sono andate costantemente calando dagli inizi del 2013, a indicazione che secondo gli operatori l'inflazione si manterrà persistentemente al di sotto del limite superiore della definizione di stabilità dei prezzi della BCE, ossia un tasso "inferiore ma prossimo al 2%" (per una disamina delle implicazioni di una bassa inflazione per la politica monetaria, cfr. il Capitolo V).

Una maggiore incidenza dei fattori internazionali?

Oltre all'accresciuta credibilità delle banche centrali, un'ulteriore possibile spiegazione del sempre minor legame tra l'inflazione e gli andamenti interni a un'economia risiede nel grado molto più elevato di interconnessione dell'economia mondiale.

Negli ultimi trent'anni si è assistito all'ingresso e alla crescente integrazione nell'economia globale di Cina e India (che assieme rappresentano quasi il 40% della popolazione mondiale), dei paesi ex comunisti e di molte altre EME. I progressi nelle tecnologie della comunicazione e nella logistica hanno agevolato la creazione di estese catene produttive mondiali. Molte imprese internazionali, in particolare, hanno già delocalizzato parte dei loro processi produttivi nelle EME con ampia offerta di manodopera. E sussiste ancora margine per farlo.

L'incremento dei flussi commerciali, e soprattutto la maggiore contendibilità dei mercati sia dei prodotti sia dei fattori produttivi hanno accresciuto la dipendenza degli andamenti dell'inflazione a livello interno dalle condizioni nei mercati internazionali. Più nello specifico, tali condizioni non possono essere completamente catturate dalla sola inflazione dei prezzi all'importazione; aggiungere questa variabile a una curva di Phillips standard non basta. Anche le misure del grado di capacità produttiva inutilizzata nell'economia mondiale svolgono un ruolo di rilievo². L'abbassamento delle barriere commerciali e dei costi di trasporto ha accresciuto il grado di sostituibilità fra i beni commerciabili prodotti in paesi diversi. Inoltre, i progressi tecnologici hanno ampliato la gamma di beni e servizi commerciabili. Di conseguenza, i prezzi dei beni commerciabili prodotti da un determinato paese non possono discostarsi troppo da quelli di beni analoghi prodotti altrove. Ciò implica che le variazioni dei prezzi di tali beni dipendano maggiormente dal grado di sovra o sottoutilizzo delle risorse a livello mondiale, non solo locale. Alla stessa stregua, i salari interni non possono essere troppo diversi da quelli in altri paesi che producono beni analoghi destinati ai mercati internazionali, pena la delocalizzazione della produzione all'estero³.

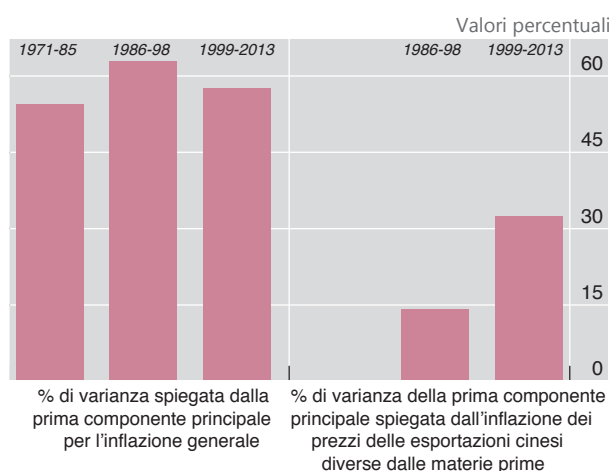
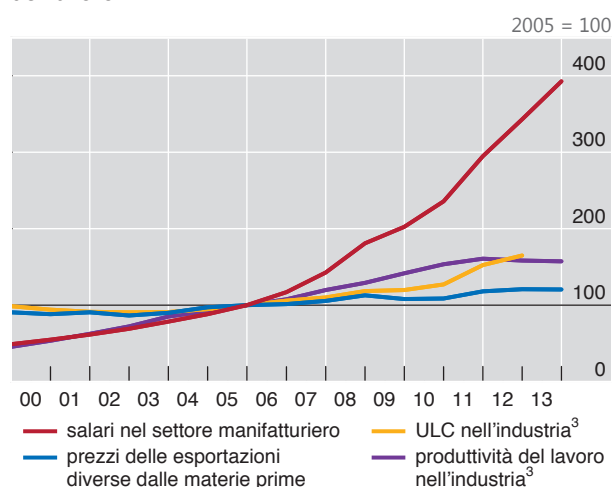
In linea con l'importanza dei fattori internazionali, i tassi di inflazione dei singoli paesi hanno evidenziato un'elevata sincronia: un fattore comune spiega oltre la metà della variabilità totale dell'inflazione in un campione di economie avanzate (grafico III.7, diagramma di sinistra)⁴.

Le oscillazioni nei prezzi delle materie prime costituiscono un'importante determinante dell'inflazione mondiale, e anch'esse sono collegate in misura crescente alle condizioni della domanda mondiale, più che ad andamenti specifici dell'offerta. La forte espansione economica e il miglioramento del tenore di vita nelle EME hanno spinto al rialzo non solo i corsi delle materie prime industriali, ma anche quelli dei prodotti alimentari. Questi rincari hanno a loro volta agito sui tassi di inflazione degli altri paesi, a prescindere dalla loro posizione congiunturale relativa.

² Per maggiori dettagli, cfr. C. Borio e A. Filardo, "Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", *BIS Working Papers*, n. 227, maggio 2007.

³ L'aumento dei flussi migratori sembra aver avuto un ruolo solo modesto nell'attenuare le rivendicazioni salariali nei paesi di immigrazione. Cfr. ad esempio G. Ottaviano e G. Peri, "Rethinking the effect of immigration on wages", *Journal of the European Economic Association*, febbraio 2012, e S. Lemos e J. Portes, "New Labour? The effects of migration from central and eastern Europe on unemployment and wages in the U.K.", *The B.E. Journal of Economic Analysis and Policy*, gennaio 2014, per evidenze riguardanti rispettivamente gli Stati Uniti e il Regno Unito.

⁴ La globalizzazione potrebbe avere altresì concorso a ridurre il grado rilevato di trasmissione del tasso di cambio ai prezzi interni. Le grandi imprese manifatturiere possono distribuire la produzione in un numero più ampio di paesi e cambiare rapidamente fornitori, riducendo quindi al minimo l'impatto dei movimenti valutari in una singola economia sul loro prodotto finale. Per una rassegna della letteratura in materia, cfr. ad esempio J. Bailliu, W. Dong e J. Murray, "Has exchange rate pass-through really declined? Some recent insights from the literature", *Bank of Canada Review*, autunno 2010.

Analisi delle componenti principali dell'inflazione¹Cina: prezzi delle esportazioni, salari, ULC e produttività del lavoro²

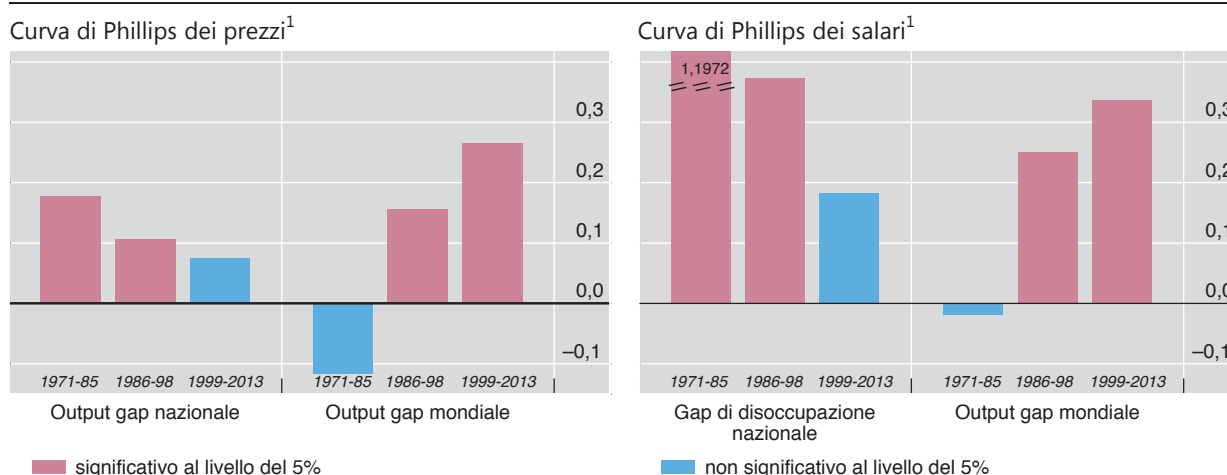
¹ In un panel di paesi formato da Australia, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. ² Prezzi delle esportazioni e salari in termini di dollari USA; ULC = costo nominale del lavoro per unità di prodotto; produttività del lavoro = prodotto per occupato. ³ A causa della mancanza di dati disponibili, per i costi del lavoro per unità di prodotto e per la produttività del lavoro il settore manifatturiero è approssimato dal settore industriale. La quota del settore manifatturiero all'interno del settore industriale è pari a circa l'80%; le restanti componenti sono l'estrazione mineraria e la fornitura di elettricità, gas naturale e acqua.

Fonti: CEIC; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Tuttavia, anche se la domanda nelle EME ha sospinto verso l'alto i prezzi delle materie prime, l'impatto complessivo della globalizzazione sulle economie avanzate è stato finora in larga parte disinflazionistico. La rapida industrializzazione delle grandi EME caratterizzate da un'ingente offerta di manodopera a basso costo ha fatto aumentare la capacità produttiva, mantenendo bassi i prezzi delle merci. Il ruolo della Cina, in particolare, è aumentato considerevolmente negli ultimi quindici anni (grafico III.7, diagramma di sinistra): l'incidenza dei prezzi delle esportazioni cinesi sulla variazione dell'inflazione nelle economie avanzate è raddoppiata nel 1999-2013 rispetto al 1986-98, portandosi a oltre il 30%. Al tempo stesso, tali prezzi sono rimasti eccezionalmente modesti anche di fronte all'aumento delle retribuzioni e del costo del lavoro per unità di prodotto: attualmente sono ancora piuttosto prossimi al livello del 2005 (grafico III.7, diagramma di destra).

Per un'ulteriore illustrazione del crescente impatto dei fattori internazionali sugli andamenti dell'inflazione è possibile ampliare le specificazioni standard della curva di Phillips con una misura dell'output gap globale. Il diagramma di sinistra del grafico III.8 riporta l'inclinazione della curva di Phillips nei prezzi rispetto all'output gap interno e mondiale stimata per periodi diversi e un campione di economie avanzate. Il coefficiente sull'output gap interno scende e perde significatività statistica dalla fine degli anni novanta, mentre quello sull'output gap globale acquisisce rilevanza. I risultati sono molto simili per la curva di Phillips nei salari aumentata aggiungendo l'output gap mondiale.

In prospettiva, non è chiaro in che misura il maggior ruolo dei fattori mondiali continuerà a influire sull'inflazione interna. L'intensità degli effetti disinflazionistici dipende in misura cruciale dalle differenze tra paesi in termini di salari e costi del lavoro per unità di prodotto. Tali differenze si stanno riducendo in alcuni casi, come in quello della Cina, dove le retribuzioni nel settore manifatturiero sono andate



¹ Ricavata da regressioni su un panel non bilanciato (11 maggiori economie avanzate) con effetti fissi cross-section (errori standard e covarianza di Newey-West) in base rispettivamente alle specificazioni di Borio e Filardo (2007) e Galí (2011). Le barre corrispondono ai coefficienti delle equazioni seguenti: $\pi_{i,t}^h - \pi_{i,t}^c = c_i + \beta_d y_{i,t-1}^d + \beta_g y_{i,t-1}^g + \gamma \pi_{i,t-1}^i + \delta \rho_{i,t-1}$ (diagramma di sinistra), dove $\pi_{i,t}^h$ è l'inflazione generale, $\pi_{i,t}^c$ è il trend di Hodrick-Prescott dell'inflazione di fondo, $y_{i,t-1}^d$ è il valore ritardato dell'output gap nazionale, $y_{i,t-1}^g$ è il valore ritardato dell'output gap mondiale, $\pi_{i,t-1}^i$ è il valore ritardato dell'inflazione dei prezzi all'importazione, e $\rho_{i,t-1}$ è il valore ritardato delle variazioni sull'anno precedente del costo nominale del lavoro per unità di prodotto; e $\omega_{i,t} = c_i - \beta_{u1} \mu_{i,t} + \beta_{u2} \Delta \mu_{i,t} + \beta_g y_{i,t}^g + \gamma \pi_{i,t-1}^h$ (diagramma di destra), dove $\omega_{i,t}$ è l'inflazione salariale, $\mu_{i,t}$ è il gap di disoccupazione, $\Delta \mu_{i,t}$ è la variazione del gap di disoccupazione, $y_{i,t}^g$ è l'output gap mondiale, e $\pi_{i,t-1}^h$ è il valore ritardato dell'inflazione generale. Il gap di disoccupazione e gli output gap nazionali e mondiali sono stimati con un filtro di Hodrick-Prescott.

Fonti: C. Borio e A. Filardo, "Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", *BIS Working Papers*, n. 227, maggio 2007; J. Galí, "The return of the wage Phillips curve", *Journal of the European Economic Association*, n. 9, giugno 2011; FMI, *International Financial Statistics*; OCSE, *Economic Outlook e Main Economic Indicators*; Datastream; JPMorgan Chase; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

costantemente aumentando, mentre la crescita della produttività del lavoro sembra aver rallentato il passo negli ultimi anni. Laddove non siano accompagnati da guadagni analoghi in termini di produttività, gli incrementi salariali esercitano prima o poi pressioni al rialzo sui prezzi all'esportazione. Gli effetti disinflazionistici, tuttavia, non sembrano essersi ancora esauriti. Ed esiste comunque spazio per un'ulteriore integrazione nell'economia mondiale dei paesi a basso reddito, con un'ampia offerta di manodopera poco costosa.

Investimenti e produttività: una prospettiva di lungo periodo

La crescita degli investimenti e della produttività del lavoro dal 2009 è risultata meno rapida che nelle precedenti fasi di ripresa. Gli investimenti fissi lordi totali nelle economie avanzate sono generalmente inferiori rispetto al periodo pre-crisi (grafico III.9, diagramma di sinistra). Tale differenza risulta più accentuata nei paesi che avevano registrato i maggiori boom del mercato immobiliare: essa è pari a 14 punti percentuali in Irlanda, 9 in Spagna, 4 negli Stati Uniti e 3 nel Regno Unito. Gran parte della flessione va imputata al settore delle costruzioni, ma anche la spesa per attrezzature è inferiore alla media pre-crisi in numerosi paesi, rispecchiando la debolezza della domanda e la lentezza della ripresa tipiche delle recessioni patrimoniali.

È irrealistico attendersi che gli investimenti in rapporto al PIL tornino sui livelli antecedenti la crisi nelle economie avanzate. Il calo della spesa per costruzioni costituisce una correzione necessaria del precedente sovrainvestimento, e difficilmente sarà riassorbito integralmente. Inoltre, la quota degli investimenti sul PIL seguiva una tendenza al ribasso già ben prima della crisi, per cui al rafforzarsi della crescita del prodotto gli investimenti potrebbero attestarsi al disotto della media pre-crisi.

Questa caduta tendenziale nelle economie avanzate rispecchia una serie di fattori, tra i quali la flessione del tasso di crescita tendenziale negli ultimi decenni. Poiché il rapporto tra capitale e prodotto è generalmente rimasto stabile o ha evidenziato un lieve aumento in gran parte dei paesi, la quota di PIL che deve essere investita per mantenere tale rapporto costante nel tempo è diminuita. Un secondo fattore è costituito dalla ricomposizione del prodotto a scapito dei settori manifatturieri a uso intensivo di capitale e a favore di quelli dei servizi con minore intensità di capitale. In aggiunta, nella misura in cui il calo della crescita del prodotto è dovuto a fattori esogeni quali andamenti demografici sfavorevoli, un minor ritmo di innovazione tecnologica o il cambiamento delle dinamiche di lungo periodo della domanda dei consumatori, la connessa diminuzione del rapporto investimenti/PIL rappresenterebbe una conseguenza naturale, più che una determinante, di questo rallentamento.

Inoltre, la debolezza degli investimenti potrebbe essere sopravvalutata. Negli ultimi decenni i prezzi relativi dei beni di investimento sono andati diminuendo: le imprese hanno potuto mantenere costante lo stock di capitale spendendo meno in termini nominali. Di fatto, in termini reali, la spesa per investimenti nelle economie avanzate ha oscillato attorno a un trend lievemente *ascendente*, non discendente. Inoltre, le statistiche ufficiali potrebbero sottostimare gli investimenti immateriali (vale a dire la spesa per ricerca e sviluppo, formazione, ecc.), la cui importanza è aumentata nelle economie basate sui servizi.

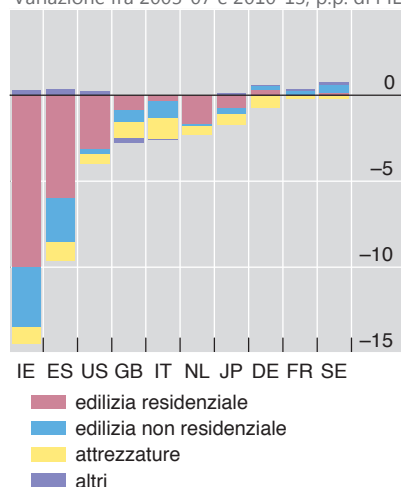
Infine, quel che è più importante, a livello *mondiale* gli investimenti non risultano deboli. Il calo di lungo periodo del rapporto investimenti/PIL nelle economie avanzate è stato compensato da un aumento tendenziale nelle EME (grafico III.9, diagramma centrale). Ciò riflette in parte il vigore degli investimenti in Cina che, collocandosi su livelli prossimi al 45% del PIL, appaiono insostenibilmente elevati (grafico III.9, diagramma di destra). Anche escludendo la Cina, tuttavia, gli investimenti delle EME sono andati aumentando, ancorché a ritmi più moderati, soprattutto in Asia.

Questo quadro generale, tuttavia, non implica che gli investimenti non possano o non debbano crescere. L'obsolescenza delle infrastrutture potrebbe ostacolare l'espansione negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in altre economie avanzate. In alcune zone dell'area dell'euro le rigidità nei mercati dei beni e dei servizi e in altri ambiti deprimono la dinamica degli investimenti delle imprese. Infine, le strozzature dal lato dell'offerta stanno esercitando un impatto simile in diverse EME, fra cui Sudafrica, Brasile e vari altri paesi dell'America latina.

Tra i fattori potenzialmente in grado di frenare la ripresa ciclica degli investimenti figurano la scarsità di finanziamenti e la debolezza della domanda aggregata. Tuttavia, le condizioni finanziarie sono estremamente favorevoli. Il costo del capitale nelle economie maggiori è generalmente sceso al disotto dei valori pre-crisi, grazie al livello molto basso dei tassi di interesse e all'esuberanza delle valutazioni azionarie. Le grandi imprese non incontrano generalmente difficoltà a finanziarsi presso le banche. Inoltre, le imprese di tutto il mondo, anche quelle con rating inferiore all'investment grade, hanno potuto accedere al mercato obbligazionario con facilità e a condizioni eccezionalmente favorevoli (Capitoli II e VI).

Economie avanzate, per tipo di investimento

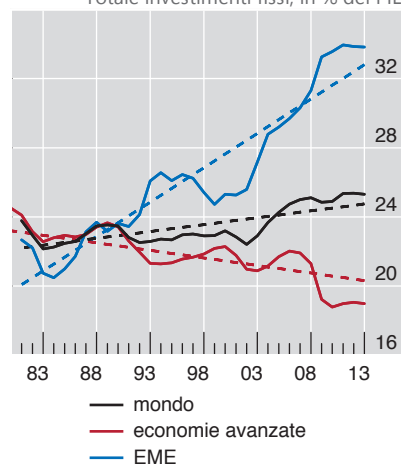
Variazione fra 2003-07 e 2010-13; p.p. di PIL



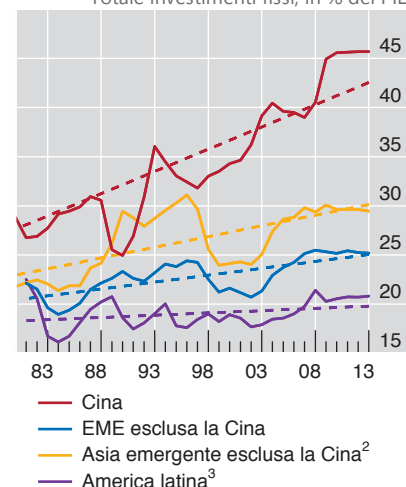
DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IE = Irlanda; IT = Italia; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; SE = Svezia; US = Stati Uniti.

Confronto internazionale¹

Totale investimenti fissi, in % del PIL

Economie emergenti¹

Totale investimenti fissi, in % del PIL



¹ Per la Cina e per le economie avanzate, il trend lineare è calcolato a partire dai primi dati disponibili (dal 1960). Gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e alle PPA correnti fino al 2011. Quello delle economie avanzate comprende 17 importanti economie e quello delle EME 14 importanti economie. Per la Cina, i valori del 2013 sono stimati. ² Corea, India, Indonesia, Malaysia e Thailandia. ³ Brasile, Cile, Messico e Perù.

Fonti: Commissione europea, database AMECO; FMI; CEIC; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grazie alla facilità di finanziamento e alla ripresa della redditività, il saldo finanziario netto del settore delle imprese non finanziarie ha continuato a migliorare. In diverse economie avanzate è tornato in positivo, su livelli analoghi a quelli pre-crisi. Negli Stati Uniti, ad esempio, gli utili interni (al netto di imposte e dividendi e al lordo degli ammortamenti) hanno costantemente superato la spesa in conto capitale dal 2009. A ciò si aggiunge il fatto che le imprese statunitensi hanno continuato a emettere debito a lunga scadenza per trarre vantaggio dai rendimenti eccezionalmente bassi. Inoltre, il capitale di rischio viene ridotto più rapidamente di quanto non venga creato: le imprese pagano dividendi maggiori, riacquistano azioni proprie e partecipano a operazioni di fusione e acquisizione.

L'accesso ai finanziamenti può risultare ancora problematico per le piccole e medie imprese nei paesi in cui il settore bancario continua a trovarsi in una situazione di debolezza, come in alcune parti dell'Europa. Per migliorare l'offerta di credito a tali imprese occorre che le banche riconoscano le perdite e si ricapitalizzino. È improbabile che lo stimolo monetario abbia di per sé effetti significativi (Capitoli I e V).

Poiché i finanziamenti non rappresentano un vincolo, appare più appropriato ricondurre la debolezza congiunturale degli investimenti alla lenta ripresa della domanda aggregata tipica delle recessioni patrimoniali. La spesa degli operatori economici attualmente impegnati a risanare i propri bilanci rimane al di sotto dei normali livelli pre-crisi, deprimendo il reddito di altri operatori e prolungando di conseguenza la fase di aggiustamento (riquadro III.A). Il necessario risanamento delle finanze pubbliche potrebbe indebolire ulteriormente la crescita nel breve periodo. Con l'avanzare della ripresa, gli investimenti dovrebbero risalire; di

fatto negli ultimi trimestri la crescita degli investimenti è già aumentata, seppur modestamente, in vari paesi, fra cui Germania, Stati Uniti e Regno Unito.

L'attuale debolezza della domanda aggregata potrebbe far ritenere necessari uno stimolo monetario ulteriore o una moderazione del ritmo di risanamento delle finanze pubbliche. È tuttavia probabile che nelle circostanze attuali queste politiche si rivelino inefficaci (Capitolo V) oppure insostenibili: in prospettiva, esse potrebbero limitarsi ad anticipare la spesa futura anziché aumentare la spesa complessiva nel lungo periodo, mentre farebbero salire ulteriormente il debito sia pubblico sia privato. Piuttosto, l'unico modo per stimolare la domanda in maniera sostenibile consiste nell'accrescere la capacità produttiva dell'economia eliminando gli ostacoli agli investimenti produttivi e alla riallocazione delle risorse. Ciò è ancora più importante nel contesto del rallentamento della produttività.

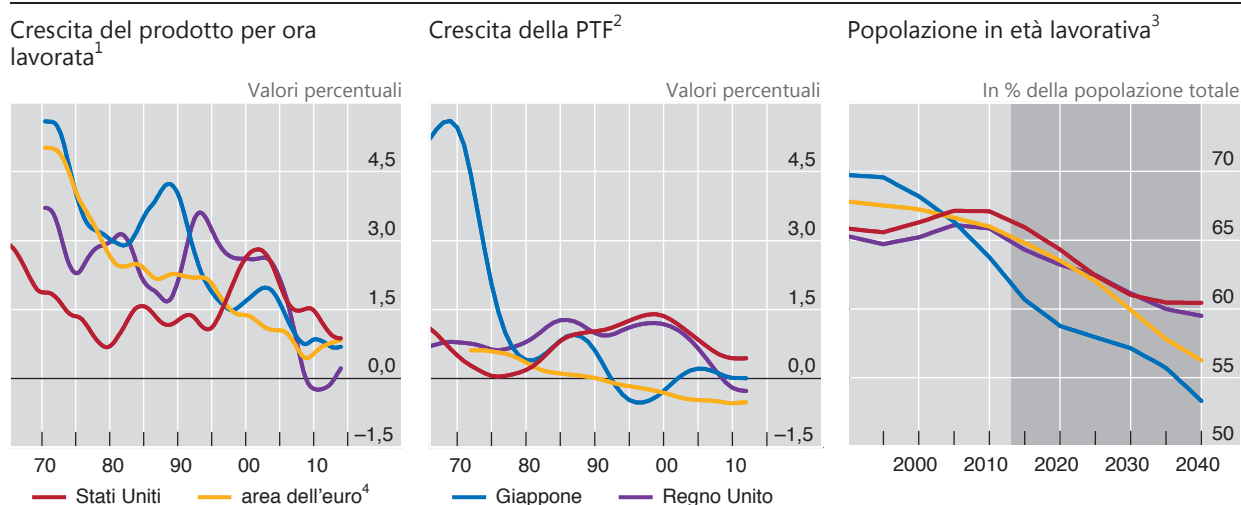
L'indebolimento tendenziale della crescita della produttività

Dal 2010 la crescita della produttività del lavoro risulta inferiore alle medie pre-crisi in gran parte delle economie avanzate ed è finora aumentata molto più lentamente che nelle precedenti fasi cicliche di ripresa. Essa si è ad esempio mantenuta in media attorno all'1% negli Stati Uniti e in Germania (contro il 2,3% e l'1,8%, rispettivamente, nel decennio pre-crisi) e prossima allo zero nel Regno Unito (rispetto a una media pre-crisi del 2½%). Fa eccezione la Spagna, dove la crescita della produttività è salita al di sopra delle medie pre-crisi a seguito dell'ampio calo dell'occupazione.

Parte della debolezza nella crescita della produttività dagli inizi della ripresa riflette (come segnalato in precedenza) la lentezza della ripresa che è tipica di una recessione patrimoniale. Tuttavia, essa rispecchia anche in qualche misura la prosecuzione del trend calante iniziato ben prima dello scoppio della crisi finanziaria (grafico III.10, diagramma di sinistra). Tale trend è altresì evidente nelle stime della produttività totale dei fattori (PTF), che misura l'efficienza di utilizzo di capitale e lavoro nella produzione (grafico III.10, diagramma centrale). Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, entrambe le misure indicano che la crescita della produttività si è ravvivata tra la metà degli anni ottanta e i primi anni duemila, ma successivamente è tornata a indebolirsi. La crescita della PTF nell'area dell'euro è invece andata costantemente calando dagli inizi degli anni settanta e si trova attualmente in territorio negativo. La crescita della PTF risulta inferiore a quella degli Stati Uniti anche in Giappone, dove ha prima registrato una brusca caduta e poi è diventata negativa durante la forte contrazione del settore finanziario agli inizi degli anni novanta, per poi mettere a segno una lieve ripresa solo nei primi anni duemila.

Il rallentamento della produttività, che potrebbe essere stato in parte oscurato dal boom finanziario pre-crisi, riflette probabilmente fattori più profondi. Il primo è il ritmo di innovazione tecnologica, che risulta tuttavia difficile da prevedere. Un'interpretazione pessimistica ritiene che la rivoluzione informatica abbia determinato un recupero solo temporaneo e un tantum della produttività, che si è esaurito prima dell'inizio della crisi⁵. Il secondo è il profilo della domanda: lo spostamento a favore dei settori a bassa crescita della produttività quali i servizi (ad esempio sanità, istruzione e tempo libero) tende a ridurre il ritmo di incremento

⁵ Per un'interpretazione pessimistica, cfr. ad esempio R. Gordon, "U.S. productivity growth: the slowdown has returned after a temporary revival", *International Productivity Monitor*, 2013. Per un'interpretazione ottimistica, cfr. M. Baily, J. Manyika e S. Gupta, "U.S. productivity growth: an optimistic perspective", *International Productivity Monitor*, 2013.



¹ Differenza sul trimestre precedente, annualizzata, della serie del filtro di Hodrick-Prescott dei livelli logaritmici del PIL reale per ora lavorata stimati dal 1° trimestre 1970 (Stati Uniti: 1° trimestre 1960) fino alle previsioni per il 4° trimestre 2015 incluse. ² Differenza annuale delle serie del filtro di Hodrick-Prescott dei logaritmi della produttività totale dei fattori (PTF) stimata dal 1950 (area dell'euro: 1970) al 2011. ³ L'area ombreggiata corrisponde alle proiezioni. ⁴ Media ponderata in base al PIL e alle PPA (diagramma di destra: somma) di Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; Nazioni unite, *World Population Prospects: The 2012 Revision*; Penn World Table 8.0; elaborazioni BRI.

della produttività aggregata⁶. Il terzo è l'aggravarsi di vari impedimenti strutturali a un'allocazione efficiente delle risorse, che potrebbe impedire l'adozione e l'utilizzo efficiente delle tecnologie più avanzate. Anche i livelli elevati del debito pubblico possono esercitare effetti negativi (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro III.B).

L'allocazione distorta delle risorse si è verosimilmente accentuata a seguito della crisi finanziaria. Le evidenze esistenti suggeriscono la possibilità che, nei paesi colpiti dalla crisi, i tassi di interesse bassi e le politiche di tolleranza (*forbearance*) stiano bloccando le risorse presso imprese inefficienti. Ad esempio, i dati a livello di singole imprese mostrano che nel Regno Unito un terzo circa del rallentamento della produttività dal 2007 è dovuto a una più lenta riallocazione delle risorse tra imprese, in termini sia di trasferimenti di manodopera da un'impresa all'altra sia di ingresso e uscita di imprese dal mercato⁷. I paesi dove il risanamento dei bilanci non è stato abbastanza spedito presentano aspetti in comune con il Giappone dopo il tracollo finanziario dei primi anni novanta (riquadro III.B).

In assenza di un'accelerazione della produttività, le prospettive per la crescita del prodotto sono piuttosto fosche. In particolare, l'invecchiamento demografico in molte economie avanzate, ma anche altrove, agirà da freno sulla crescita. La quota di popolazione in età lavorativa è andata calando nell'area dell'euro e in modo ancora più rapido in Giappone. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito ha raggiunto un

⁶ Cfr. ad esempio C. Echevarría, "Changes in sectoral composition associated with economic growth", *International Economic Review*, vol. 38, 1997; M. Duarte e D. Restuccia, "The role of structural transformation in aggregate productivity", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, 2010.

⁷ Cfr. A. Barnett, A. Chiu, J. Franklin e M. Sebastia-Barriel, "The productivity puzzle: a firm-level investigation into employment behaviour and resource allocation over the crisis", *Bank of England Working Papers*, n. 495, aprile 2014.

punto di massimo subito prima dell'inizio della crisi finanziaria (grafico III.10, diagramma di destra).

Tutto ciò rende ancora più importante migliorare la crescita della produttività. Occorre eliminare le barriere strutturali all'innovazione e agli investimenti e accrescere la flessibilità delle economie nell'allocazione del capitale e del lavoro, specie nell'area dell'euro, in Giappone e nelle altre economie dove la crescita della produttività è significativamente inferiore che negli Stati Uniti. Al riguardo si pensi alle distorsioni del sistema fiscale, alla burocrazia e all'eccessiva regolamentazione del mercato dei prodotti e del lavoro⁸. È inoltre fondamentale un ulteriore risanamento dei conti pubblici per evitare che livelli elevati di debito pubblico si trasformino in un ostacolo duraturo alla crescita tendenziale. In questo ambito, nonostante alcuni progressi, la maggior parte delle economie avanzate non ha ancora portato le finanze pubbliche su una traiettoria sostenibile nel lungo periodo (grafico III.4 e tabella III.3 allegata)⁹.

Diverse EME hanno fino a epoca recente registrato tassi di crescita della produttività stabili o persino in aumento. Tale situazione potrebbe tuttavia essersi invertita in alcuni paesi. È possibile che i recenti boom finanziari in parte nascondano il fatto che i guadagni di efficienza sono forse divenuti più difficili da ottenere. Quando un'economia raggiunge livelli di reddito medi, le dimensioni del settore manifatturiero raggiungono il loro massimo e la domanda di servizi diviene più importante. Ciò rende più arduo colmare il divario di produttività con le economie più avanzate: alla minore crescita della produttività nel settore dei servizi si aggiunge il fatto che le debolezze istituzionali e strutturali pesano di norma più sul settore dei servizi che su quello manifatturiero. Si prevede inoltre che anche gli andamenti demografici gravino in misura sempre maggiore sulla crescita di diverse EME.

Sulla base di queste considerazioni, una crescita sostenibile nel lungo periodo richiede misure strutturali che affrontino direttamente le cause della bassa produttività, piuttosto che politiche volte a stimolare la domanda aggregata. Anche un allentamento dei vincoli dal lato dell'offerta potrebbe ripercuotersi positivamente sulla domanda corrente, poiché gli operatori potrebbero aumentare la spesa in previsione di maggiori entrate future. Le azioni di stimolo finanziate dal debito potrebbero invece rivelarsi meno efficaci del previsto e sollevare questioni di sostenibilità a lungo termine (Capitolo V).

⁸ Cfr. ad esempio OCSE, *Economic Policy Reforms 2014: Going for Growth Interim Report*, aprile 2014.

⁹ La correzione dei conti pubblici necessaria è particolarmente ampia in Giappone, Stati Uniti, Regno Unito, Francia e Spagna. L'aggiustamento richiesto negli Stati Uniti e nel Regno Unito è dovuto soprattutto alla spesa connessa all'invecchiamento demografico che, in assenza di riforme, è destinata ad aumentare rapidamente entro la fine del decennio in corso. Per un'analisi più dettagliata, cfr. BRI, *83ª Relazione annuale*, giugno 2013, Capitolo IV.

Crescita del prodotto, inflazione e saldi del conto corrente¹

Tabella III.1

	PIL in termini reali				Prezzi al consumo ²				Saldo del conto corrente ³		
	Variazioni percentuali annue				Variazioni percentuali annue				Percentuale del PIL		
	2012	2013	2014	1996-2006	2012	2013	2014	1996-2006	2012	2013	2014
Mondo	2,6	2,4	2,8	3,9	3,0	2,7	3,1	4,3			
Economie avanzate	1,4	1,1	1,9	2,8	1,9	1,3	1,6	1,9	-0,6	-0,1	-0,1
Stati Uniti	2,8	1,9	2,5	3,4	2,1	1,5	1,8	2,6	-2,7	-2,3	-2,0
Area dell'euro ⁴	-0,6	-0,4	1,1	2,4	2,5	1,4	0,8	1,9	1,3	2,4	2,2
<i>Francia</i>	0,4	0,4	0,8	2,3	2,0	0,9	1,0	1,6	-2,2	-1,3	-1,4
<i>Germania</i>	0,9	0,5	1,9	1,5	2,0	1,5	1,3	1,4	7,4	7,5	7,2
<i>Italia</i>	-2,4	-1,8	0,6	1,5	3,0	1,2	0,8	2,4	-0,4	1,0	1,3
<i>Spagna</i>	-1,6	-1,2	1,0	3,7	2,4	1,4	0,3	3,0	-1,1	0,8	1,3
Giappone	1,5	1,5	1,3	1,1	0,0	0,4	2,6	0,0	1,0	0,7	0,4
Regno Unito	0,3	1,7	2,9	3,3	2,8	2,6	1,9	1,6	-3,7	-4,4	-3,6
Altri paesi dell'Europa occidentale ⁵	1,3	1,3	2,1	2,6	0,7	0,6	0,7	1,4	9,3	9,6	9,1
Canada	1,7	2,0	2,3	3,2	1,5	0,9	1,7	2,0	-3,4	-3,2	-2,8
Australia	3,6	2,4	2,9	3,6	1,8	2,4	2,7	2,6	-4,1	-2,9	-2,6
EME	4,6	4,3	4,2	5,6	4,6	4,7	5,3	5,4	1,9	1,6	1,6
Asia	5,8	5,8	5,8	7,0	3,7	3,4	3,4	2,9	1,9	2,2	2,1
<i>Cina</i>	7,8	7,7	7,3	9,2	2,7	2,6	2,5	1,4	2,3	2,1	2,1
<i>India</i> ⁶	4,5	4,7	5,4	6,7	7,4	6,0	5,5	4,8	-4,7	-2,0	-2,4
<i>Corea</i>	2,3	3,0	3,6	5,1	2,2	1,3	1,9	3,2	4,3	6,5	5,1
<i>Altri paesi dell'Asia</i> ⁷	4,6	4,1	4,2	4,0	3,1	3,2	3,5	3,8	3,8	3,6	4,0
America latina ⁸	2,9	2,5	2,1	3,1	5,9	8,1	10,9	7,2	-1,7	-2,5	-2,5
<i>Brasile</i>	1,0	2,5	1,7	2,6	5,8	5,9	6,3	7,7	-2,4	-3,6	-3,5
<i>Messico</i>	3,7	1,3	2,9	3,5	3,6	4,0	3,9	4,4	-1,2	-1,8	-1,9
Europa centrale ⁹	0,7	0,8	2,8	4,0	4,0	1,3	0,9	3,0	-2,5	-0,6	-1,1
<i>Polonia</i>	2,1	1,5	3,1	4,5	3,7	1,2	1,1	2,5	-3,5	-1,3	-2,0
Russia	3,5	1,3	0,3	4,3	6,5	6,5	6,4	12,9	3,6	1,5	1,7
Turchia	2,2	4,0	2,4	4,7	8,9	7,5	8,3	24,8	-6,2	-7,9	-6,2
Arabia Saudita	5,8	3,8	4,2	3,6	2,9	3,5	3,4	0,5	22,4	18,0	14,1
Sudafrica	2,5	1,9	2,5	3,5	5,7	5,8	6,2	4,2	-5,2	-5,8	-5,2

¹ In base alle previsioni prevalenti del maggio 2014. Per gli aggregati, media ponderata basata sul PIL e le PPA del 2005. Le EME comprendono le altre economie del Medio Oriente (non riportate). I valori per il 1996-2006 si riferiscono alla media annua della crescita e dell'inflazione (per le EME, inflazione calcolata sul periodo 2001-06). ² Per l'India, prezzi all'ingrosso. ³ Per gli aggregati, somma dei paesi e delle regioni elencati in tabella o nelle note; il saldo del conto corrente per l'aggregato "Mondo" non è pari a zero a causa di una copertura incompleta dei paesi e di discrepanze statistiche. ⁴ Conto corrente basato sull'aggregazione delle transazioni esterne all'area dell'euro. ⁵ Danimarca, Norvegia, Svezia e Svizzera. ⁶ Esercizi finanziari (con inizio in aprile). ⁷ Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. ⁸ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. Per l'Argentina, i dati sui prezzi al consumo si basano su stime ufficiali (discontinuità metodologica nel dicembre 2013). ⁹ Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria.

Fonti: FMI; Consensus Economics; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Ripresa di prodotto, occupazione e produttività dalla recente crisi

Valori percentuali

Tabella III.2

	1° trimestre 2014 ¹ rispetto a picco pre-crisi (minimo per il tasso di disoccupazione)				1° trimestre 2014 ¹ rispetto a trend pre-crisi		Calo dal massimo al minimo ²		Per memoria: crescita media annua del prodotto	
	PIL reale	Occupazione	Prodotto per occupato	Tasso disoccupazione (p.p.)	PIL reale	Prodotto per occupato	PIL reale	Occupazione	Pre-crisi ³	Post-crisi ⁴
Stati Uniti	5,9	-0,8	6,6	2,8	-12,6	-6,8	-4,4	-5,9	3,4	2,2
Giappone	1,2	-3,7	2,6	0,4	-2,3	-3,0	-9,7	-4,6	1,1	1,8
Regno Unito	-0,6	2,5	-3,8	2,3	-18,6	-15,3	-7,5	-2,5	3,3	1,3
Area dell'euro										
Germania	3,8	4,0	-0,6	-2,2	-2,5	-5,1	-7,0	-0,5	1,5	2,1
Francia	1,1	-1,0	2,1	3,0	-12,1	-4,3	-4,1	-1,7	2,3	1,1
Italia	-9,4	-5,2	-5,7	6,8	-17,7	-4,6	-9,4	-5,2	1,5	-0,5
Paesi Bassi	-4,5	-2,5	-2,4	5,0	-17,4	-8,4	-5,1	-2,5	2,7	0,1
Spagna	-7,1	-17,8	10,6	17,9	-29,0	12,1	-7,7	-18,3	3,7	-0,7
Austria	0,5	4,2	-4,2	1,7	-11,4	-12,0	-6,5	-1,1	2,5	1,4
Belgio	1,2	1,8	-1,0	2,1	-10,7	-7,6	-4,4	-0,7	2,2	1,0
Grecia	-28,3	-20,4	-6,9	20,6	-50,5	-18,8	-28,3	-20,4	3,6	-5,6
Irlanda	-10,1	-11,4	1,3	7,9	-47,6	-12,5	-12,2	-15,1	7,1	0,2
Portogallo	-7,5	-11,6	4,3	11,5	-20,0	-1,7	-8,8	-13,4	2,4	-0,9
Polonia	15,0	1,4	12,7	3,1	-3,9	-15,2	-1,3	-1,4	4,5	3,0
Corea	16,8	7,6	9,3	1,1	-11,0	-10,9	-3,4	-0,8	5,1	3,8

¹ 4° trimestre 2013 per il PIL in termini reali e il prodotto per occupato dell'Irlanda; 4° trimestre 2013 per il tasso di disoccupazione della Grecia. ² Punto di minimo calcolato per il periodo dal 2008 fino agli ultimi dati disponibili. ³ 1996-2006. ⁴ Dal 2010 fino agli ultimi dati disponibili.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; Datastream; elaborazioni BRI.

Posizioni di bilancio¹

Tabella III.3

	Saldo complessivo ²			Saldo primario al netto degli effetti del ciclo ³			Debito lordo ²		
	2009	2014	Variazione	2009	2014	Variazione	2007	2014	Variazione
Economie avanzate									
Austria	-4,1	-2,8	1,3	-1,4	1,7	3,2	63	90	26,6
Belgio	-5,6	-2,1	3,5	-0,9	1,4	2,3	88	107	19,0
Canada	-4,5	-2,1	2,4	-2,6	-1,6	1,0	70	94	23,8
Francia	-7,5	-3,8	3,7	-4,6	0,1	4,7	73	115	42,1
Germania	-3,1	-0,2	2,9	0,9	0,8	-0,1	66	84	18,3
Giappone	-8,8	-8,4	0,5	-7,0	-7,1	-0,1	162	230	67,2
Grecia	-15,6	-2,5	13,2	-10,2	7,5	17,7	119	189	69,4
Irlanda	-13,7	-4,7	9,0	-7,7	1,8	9,5	29	133	104,0
Italia	-5,4	-2,7	2,7	0,4	4,7	4,3	117	147	30,6
Paesi Bassi	-5,6	-2,7	2,9	-3,6	1,2	4,8	51	88	36,1
Portogallo	-10,2	-4,0	6,2	-4,9	3,5	8,4	76	141	65,7
Regno Unito	-11,2	-5,3	5,9	-7,5	-2,6	4,9	47	102	54,7
Spagna	-11,1	-5,5	5,6	-9,4	-0,7	8,6	43	108	66,0
Stati Uniti	-12,8	-5,8	7,0	-7,5	-2,4	5,1	64	106	42,4
Svezia	-1,0	-1,5	-0,6	1,8	-0,6	-2,4	48	49	0,4
EME									
Brasile	-3,3	-3,3	-0,1	2,7	2,0	-0,7	65	67	1,5
Cina	-3,1	-2,0	1,1	-2,2	-0,5	1,7	20	20	0,6
Corea	-1,0	0,1	1,1	-0,7	0,7	1,4	27	38	11,0
India	-9,8	-7,2	2,5	-5,0	-2,4	2,6	74	65	-8,7
Indonesia	-1,8	-2,5	-0,8	0,0	-1,2	-1,2	35	26	-9,0
Malaysia	-6,7	-3,5	3,3	-4,3	-1,7	2,7	41	56	15,1
Messico	-5,1	-4,1	1,0	-1,9	-1,4	0,5	38	48	10,6
Sudafrica	-4,9	-4,4	0,5	-0,9	-0,8	0,0	28	47	19,0
Thailandia	-3,2	-1,6	1,6	-1,4	0,2	1,6	38	47	8,2

¹ Delle amministrazioni pubbliche. ² In percentuale del PIL. Stime dell'OCSE per le economie avanzate e la Corea; stime dell'FMI per le altre economie. ³ In percentuale del PIL potenziale; al netto dei pagamenti netti per interessi. Stime dell'OCSE per le economie avanzate e la Corea; stime dell'FMI per le altre economie. Le stime dell'OCSE sono corrette per gli effetti del ciclo e delle misure una tantum, quelle dell'FMI sono corrette per gli effetti del ciclo.

Fonti: FMI; OCSE.

IV. Il debito e il ciclo finanziario nazionali e mondiali

Una visione esclusivamente incentrata sul ciclo economico non è sufficiente a comprendere l'evoluzione dell'economia mondiale dalla crisi finanziaria del 2007-09 (Capitoli I e III). Essa infatti non può pienamente dar conto dell'interazione fra debito, prezzi delle attività e prodotto che spiega la deludente crescita economica di molte economie avanzate negli ultimi anni. Questo capitolo indaga sul ruolo che il debito, la leva finanziaria e l'assunzione di rischio hanno giocato nel determinare gli andamenti economici e finanziari, valutando in particolare in quale fase del ciclo finanziario si trovino le diverse economie.

I cicli finanziari differiscono dai cicli economici. Essi incorporano le interazioni fra le percezioni del valore e del rischio, l'assunzione di rischio e i vincoli finanziari, interazioni che, alimentandosi a vicenda, generano fasi alterne di espansione finanziaria (boom) e contrazione finanziaria (bust). Tali cicli tendono a essere molto più lunghi dei cicli economici e il modo migliore per misurarli è tenendo conto della combinazione fra aggregati creditizi e prezzi degli immobili. Il prodotto e le variabili finanziarie possono seguire andamenti divergenti per lunghi periodi, ma il loro legame tende a ristabilirsi spietatamente quando le fasi di boom finanziario si trasformano in bust. Tali episodi spesso coincidono con crisi bancarie, che a loro volta tendono ad accompagnarsi a recessioni molto più profonde (recessioni patrimoniali) di quelle che caratterizzano il ciclo economico ordinario.

Livelli elevati di debito del settore privato possono minare una crescita economica sostenibile. In molte economie che si trovano attualmente in una fase di boom finanziario le famiglie e le imprese sono in una condizione di vulnerabilità, con il rischio di serie difficoltà finanziarie e di tensioni macroeconomiche. Nei paesi, poi, che sono stati colpiti più duramente dalla crisi i livelli del debito privato sono ancora relativamente alti rispetto al prodotto, rendendo famiglie e imprese sensibili ad aumenti dei tassi di interesse. Questi paesi potrebbero trovarsi prigionieri di una trappola del debito: cercare di stimolare l'economia mediante bassi tassi di interesse, infatti, incoraggia a contrarre ulteriore debito, finendo per aggravare il problema che si intendeva risolvere.

La crescita delle nuove fonti di finanziamento ha cambiato la natura dei rischi. Nella cosiddetta "seconda fase della liquidità globale", le imprese delle economie emergenti (EME) hanno raccolto la maggior parte dei loro finanziamenti nei mercati mobiliari internazionali. Per fare ciò sono ricorse anche alle proprie affiliate all'estero, il cui debito sfugge generalmente ai radar delle autorità. Se da un lato tende ad avere scadenze più lunghe rispetto al credito bancario, riducendo pertanto i rischi di rollover, dall'altro il finanziamento sul mercato è notoriamente prociclico: conveniente e abbondante quando le condizioni sono favorevoli, ma evanescente al primo segnale di difficoltà. Ciò si può anche ripercuotere sulle istituzioni finanziarie nazionali che hanno fatto affidamento sul settore societario nazionale per una parte rilevante del proprio finanziamento. Infine, la stragrande maggioranza del debito estero del settore privato nelle EME rimane denominata in valuta estera, esponendo i prenditori al rischio di cambio.

La parte iniziale di questo capitolo contiene una breve descrizione delle principali caratteristiche del ciclo finanziario, la sezione seguente prende in esame in quale fase del ciclo si trovino alcuni paesi, la terza sezione si concentra sulle determinanti del ciclo finanziario negli ultimi anni. Sono analizzati per finire i rischi e la potenziale necessità di interventi correttivi.

Il ciclo finanziario: una breve introduzione

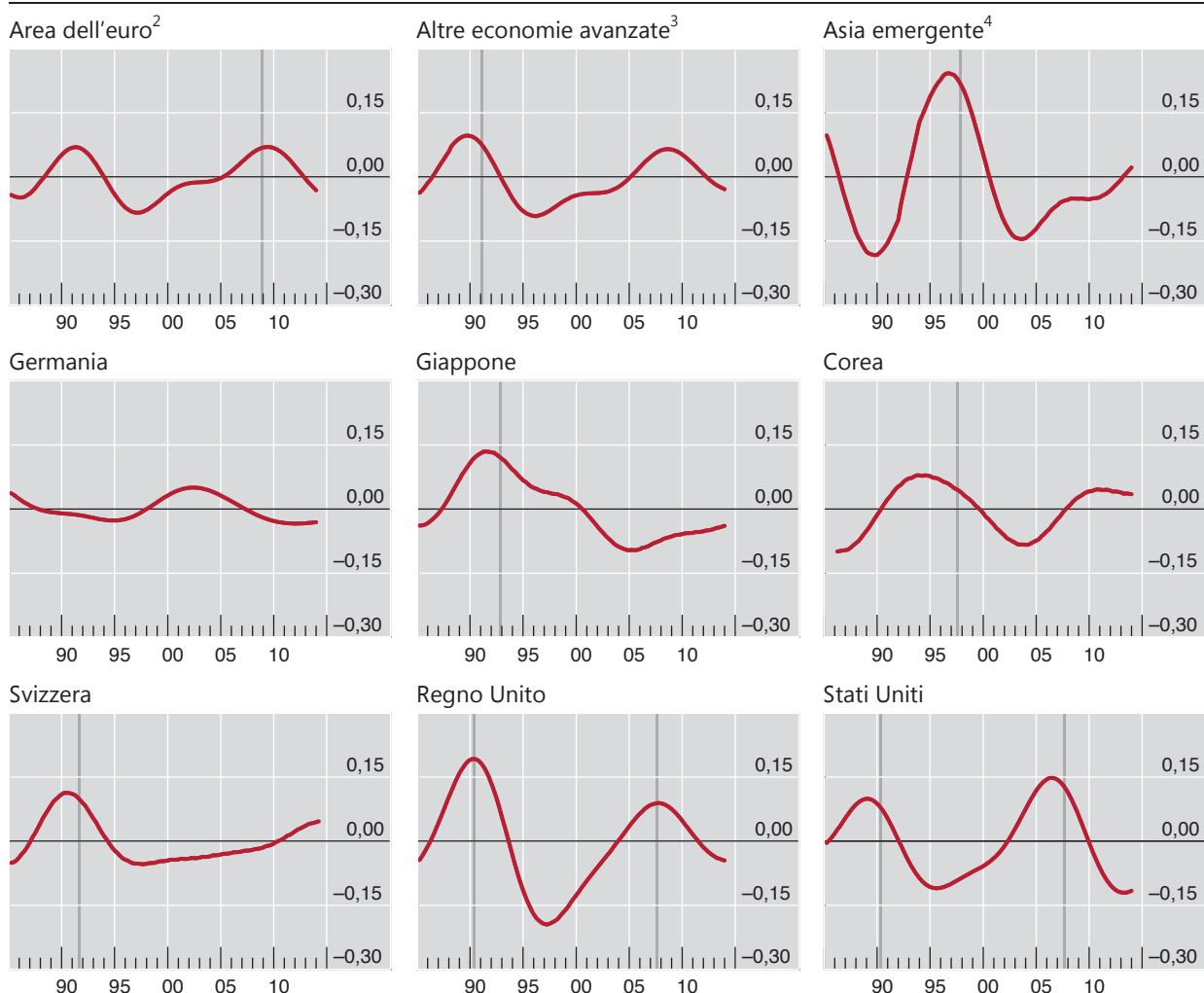
Sebbene non esista una definizione comunemente accettata di ciclo finanziario, il concetto generale incorpora l'idea di fluttuazioni congiunte di un ampio insieme di variabili finanziarie sia quantitative sia di prezzo. La ricerca della BRI indica che gli aggregati creditizi, quale proxy del livello di indebitamento, e i prezzi degli immobili, quale misura delle garanzie reali disponibili, hanno un ruolo particolarmente importante a questo riguardo. Una rapida espansione del credito, specie del credito ipotecario, spinge verso l'alto i prezzi degli immobili, i quali a loro volta accrescono il valore delle garanzie reali e quindi l'ammontare di credito che il settore privato può ottenere. È questa interazione di mutuo rafforzamento fra vincoli di finanziamento e percezioni del valore e dei rischi che è stata storicamente all'origine dei più gravi problemi macroeconomici di allocazione delle risorse. Altre variabili, come i differenziali di credito, i premi al rischio e i tassi di insolvenza, forniscono utili informazioni complementari sulla presenza di tensioni, sulla percezione del rischio e sulla propensione al rischio.

Quattro aspetti caratterizzano empiricamente i cicli finanziari (il riquadro IV.A prende in esame la loro misurazione). Primo, tali cicli sono molto più lunghi di quelli economici. Nella sua misurazione tradizionale, il ciclo economico dura generalmente da uno a otto anni, mentre il ciclo finanziario si estende su 15-20 anni. La loro diversa lunghezza implica che un ciclo finanziario può durare per diversi cicli economici.

Secondo, i punti di massimo del ciclo finanziario tendono a coincidere con crisi bancarie o con periodi di considerevole stress finanziario. I boom finanziari in cui la forte ascesa dei prezzi delle attività e la rapida crescita del credito si rafforzano vicendevolmente tendono a essere determinati da condizioni prolungate di accomodamento monetario e finanziario, spesso accompagnate da innovazione finanziaria. Le condizioni finanziarie distese, a loro volta, si riverberano sull'economia reale, spingendo a indebitarsi troppo in alcuni settori e a investire troppo nei settori più in auge, come ad esempio quello immobiliare. Nel caso in cui uno shock colpisca l'economia, le famiglie e le imprese sovraindebitate si troveranno spesso nell'impossibilità di onorare il servizio del debito. La presenza di distorsioni nell'allocazione settoriale delle risorse createsi durante la fase di boom aggrava ulteriormente questo circolo vizioso (Capitolo III).

Terzo, i cicli finanziari sono spesso sincronizzati nelle diverse economie: sebbene non si muovano necessariamente in parallelo, molte delle loro determinanti hanno un'importante componente internazionale. Ad esempio, le condizioni di liquidità tendono a essere altamente correlate nei diversi mercati. La mobilità dei capitali finanziari finisce per omogeneizzare i premi al rischio e le condizioni finanziarie fra valute e paesi diversi, e offre una fonte di finanziamento marginale (determinante per il prezzo). Il capitale estero, pertanto, gioca spesso un ruolo di primo piano nei boom insostenibili del credito, amplificando gli andamenti degli aggregati creditizi, e potrebbe altresì portare a un'iperreazione dei tassi di cambio. Ciò accade in maniera diretta quando una valuta è utilizzata anche al di fuori del paese di emissione, come nel caso esemplare del dollaro statunitense. Ma le condizioni monetarie possono propagarsi anche indirettamente laddove le autorità, opponendosi all'apprezzamento del tasso di cambio, mantengono i tassi ufficiali su livelli più bassi di quelli giustificati dalle sole condizioni nazionali e/o intervengono accumulando riserve valutarie.

Quarto, i cicli finanziari cambiano al variare del contesto macroeconomico e dei quadri di riferimento delle politiche. Ad esempio, a partire dai primi anni ottanta sono cresciuti in termini sia di durata sia di ampiezza; ciò riflette probabilmente la maggiore liberalizzazione dei sistemi finanziari, l'apparente



¹ Ciclo finanziario misurato da filtri basati sulla frequenza (filtri passa banda) che catturano i cicli a medio termine del credito in termini reali, del rapporto credito/PIL e dei prezzi delle abitazioni in termini reali (riquadro IV.A). Le linee verticali indicano le crisi finanziarie originate da fattori di vulnerabilità interna. ² Belgio, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna. ³ Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda e Svezia. ⁴ Hong Kong SAR, Indonesia e Singapore.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

stabilità delle condizioni macroeconomiche nonché assetti di politica monetaria che non tenevano conto degli andamenti del credito. I cambiamenti significativi intervenuti negli assetti della politica macroeconomica e della regolamentazione dopo la crisi finanziaria potrebbero anch'essi influire sulle dinamiche future.

I quattro aspetti dei cicli finanziari sono evidenti nel grafico IV.1, che descrive i cicli finanziari in un ampio insieme di paesi. In molte economie avanzate il ciclo finanziario, misurato aggregando le variazioni a medio termine del credito in termini reali, del rapporto credito/PIL e dei prezzi degli immobili in termini reali, ha raggiunto il suo punto massimo nei primi anni novanta e nuovamente intorno al 2008 (riquadro IV.A). Entrambi i punti di svolta hanno coinciso con crisi bancarie diffuse. I cicli finanziari in molte economie asiatiche presentano una tempistica assai diversa, con un massimo intorno alla crisi finanziaria asiatica dei tardi anni novanta. Un altro boom è iniziato in queste economie subito dopo il volgere del millennio e continua tuttora, a malapena interrotto dalla crisi più recente. In alcuni casi, ad esempio nei sistemi bancari di Germania e Svizzera nel 2007-09, le tensioni

La misurazione del ciclo finanziario

I responsabili delle politiche economiche e i ricercatori dispongono di un rilevante patrimonio di conoscenze per misurare il ciclo economico. Lo stesso non può dirsi per il ciclo finanziario. Questo riquadro prende in esame le principali idee e indicazioni della letteratura nascente dedicata alla misurazione del ciclo finanziario^①.

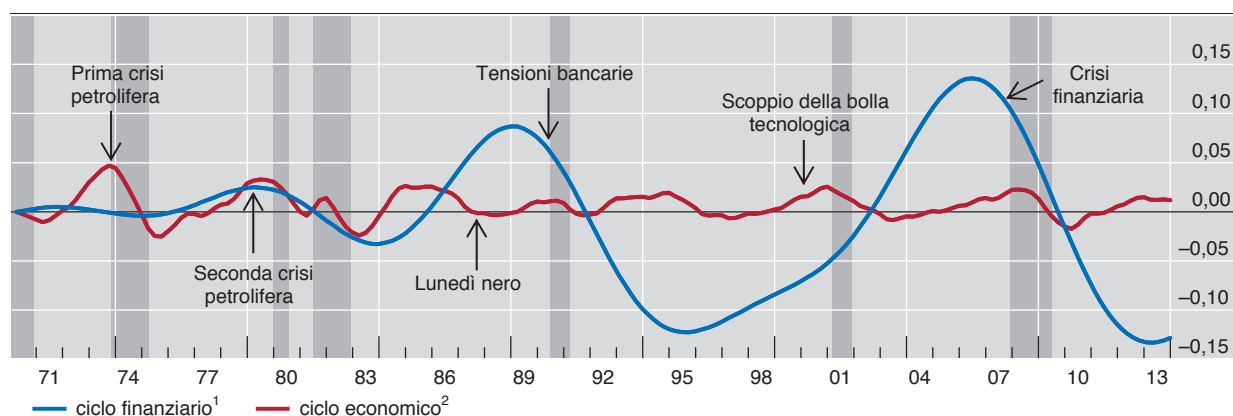
Due sono i metodi utilizzati finora per individuare i cicli economici e i cicli finanziari. Il primo è noto come metodo dei punti di svolta, risale ai lavori originariamente condotti negli anni quaranta per la datazione dei cicli economici ed è tuttora utilizzato dal Business Cycle Dating Committee dell'NBER. Esso individua i punti massimi e minimi del ciclo esaminando i tassi di crescita di un ampio ventaglio di serie sottostanti. Ad esempio, un ciclo economico raggiunge il suo punto massimo quando i tassi di crescita di diverse serie storiche, fra cui il prodotto, l'occupazione, la produzione industriale e i consumi, cambiano da positivi a negativi. Per i cicli finanziari, la ricerca della BRI mostra che la crescita del credito in termini reali, il rapporto credito/PIL e la crescita dei prezzi degli immobili in termini reali costituiscono l'insieme minimo di variabili necessarie a rappresentare adeguatamente l'interazione fra i vincoli finanziari e le percezioni del valore e dei rischi che, rafforzandosi vicendevolmente, possono provocare gravi distorsioni nell'allocatione delle risorse e condurre a crisi bancarie. Altre variabili, come gli spread creditizi, i corsi azionari, i premi al rischio e i tassi di insolvenza, possono parimenti essere impiegate per misurare il rischio effettivo o percepito, e quindi i cicli finanziari. Il secondo approccio si basa su filtri statistici in grado di estrarre da una determinata serie, ad esempio quella del prodotto, le oscillazioni cicliche riferite a una particolare lunghezza del ciclo.

Le stime dei cicli finanziari presentate in questo capitolo seguono il secondo approccio e si basano sugli andamenti congiunti della crescita del credito reale, del rapporto credito/PIL e della crescita dei prezzi degli immobili in termini reali. I cicli nelle singole serie sono estratti utilizzando un filtro passa banda con cicli della durata di 8-30 anni che vengono poi combinati in un'unica serie ottenuta come media semplice. I filtri passa banda sono utili per individuare i cicli finanziari del passato, ma le osservazioni relative agli ultimi anni vanno considerate con maggiore cautela poiché i trend e quindi le fluttuazioni cicliche potrebbero variare quando, in un secondo momento, si rendono disponibili più dati.

La frequenza tradizionale del ciclo economico varia da 1 a 8 anni circa. Per contro, i cicli finanziari più rilevanti per le crisi bancarie e le distorsioni nell'allocatione delle risorse macroeconomiche durano fra i 10 e i 20 anni, come emerge dal grafico IV.A. Vi sono due ragioni per le quali è opportuno concentrarsi su tali frequenze di medio termine. La prima è che il credito e i prezzi degli immobili presentano comovimenti molto più stretti a queste frequenze rispetto a frequenze più elevate. La seconda è che questi cicli di medio termine rappresentano una determinante importante delle fluttuazioni complessive in queste due serie, molto più di quanto avvenga per le

Ciclo economico e ciclo finanziario negli Stati Uniti

Grafico IV.A



¹ Ciclo finanziario misurato da filtri basati sulla frequenza (passa banda) che catturano i cicli a medio termine del credito in termini reali, del rapporto credito/PIL e dei prezzi delle abitazioni in termini reali. ² Ciclo economico misurato da un filtro basato sulla frequenza (passa banda) che cattura le oscillazioni del PIL in termini reali nell'arco di un periodo da uno a otto anni.

Fonte: M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Papers*, n. 380, giugno 2012.

fluttuazioni congiunturali medie nel caso del PIL in termini reali. I cicli finanziari individuati in questo modo sono strettamente collegati a crisi bancarie sistemiche e a rilevanti danni economici, e ciò a prescindere che siano individuati utilizzando il metodo dei punti di svolta o quello del filtro statistico².

² Questo riquadro si basa su M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Papers*, n. 380, giugno 2012. Cfr. anche D. Aikman, A. Haldane e B. Nelson, "Curbing the credit cycle", preparato per la conferenza annuale del Center on Capital and Society della Columbia University, New York, novembre 2010; e S. Claessens, M. Kose e M. Terrones, "How do business and financial cycles interact?", *IMF Working Papers*, n. WP/11/88, aprile 2011. ² Cfr. Drehmann et al., op. cit.

si sono sviluppate indipendentemente dal ciclo finanziario nazionale, per effetto delle esposizioni bancarie ai cicli finanziari di altri paesi.

Il debole nesso fra ciclo economico e ciclo finanziario su periodi prolungati di tempo potrebbe indurre le autorità a concentrarsi sul primo senza curarsi oltremodo del secondo. Ma impostare le politiche senza tener conto del ciclo finanziario comporta dei rischi. Può dare origine a squilibri finanziari, quali il sovraindebitamento delle imprese o delle famiglie, o a un'ipertrofia dei sistemi finanziari, che rendono taluni settori vulnerabili anche a un minimo peggioramento delle condizioni macroeconomiche o finanziarie. Questo è quanto accaduto in Giappone e nei paesi nordici negli anni ottanta e nei primi anni novanta, nonché in Irlanda, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti negli anni antecedenti la crisi finanziaria.

La divergenza fra ciclo economico e ciclo finanziario concorre a spiegare anche il fenomeno delle "recessioni incomplete". Ad esempio, all'indomani dei crolli del mercato azionario nel 1987 e nel 2000, la politica monetaria negli Stati Uniti fu considerevolmente allentata, nonostante ci si trovasse nella fase ascendente del ciclo finanziario (grafico IV.A). Beneficiando dell'abbassamento dei tassi di interesse, i prezzi immobiliari e il credito, anziché calare, aumentarono, per poi precipitare diversi anni dopo.

In quale fase del ciclo finanziario si trovano i paesi?

Negli ultimi anni le fasi calanti del ciclo finanziario nella maggior parte delle economie avanzate hanno coinciso con fasi crescenti nelle maggiori EME e in altri paesi. Purtroppo, la mancanza di serie sufficientemente lunghe sul credito e sui prezzi degli immobili rende impossibile per molte importanti economie la costruzione dell'indicatore del ciclo finanziario illustrato nel grafico IV.1. Ciò nonostante gli andamenti recenti del credito e dei prezzi degli immobili forniscono informazioni utili, per quanto incomplete, mostrando che i paesi si trovano in stadi assai diversi del ciclo finanziario (grafico IV.2).

Molti paesi dell'area dell'euro si trovano in una fase finanziaria calante. Dopo un periodo prolungato di boom i paesi dell'area dell'euro maggiormente colpiti dalla crisi finanziaria e dalla susseguente crisi del debito europeo, come la Grecia e la Spagna, hanno subito negli ultimi anni contrazioni annue del credito e dei prezzi degli immobili pari in media al 5-10%. Le pressioni al ribasso, tuttavia, sembrerebbero dare cenni di attenuazione, essendosi ridotto negli ultimi trimestri il calo del credito e dei prezzi degli immobili.

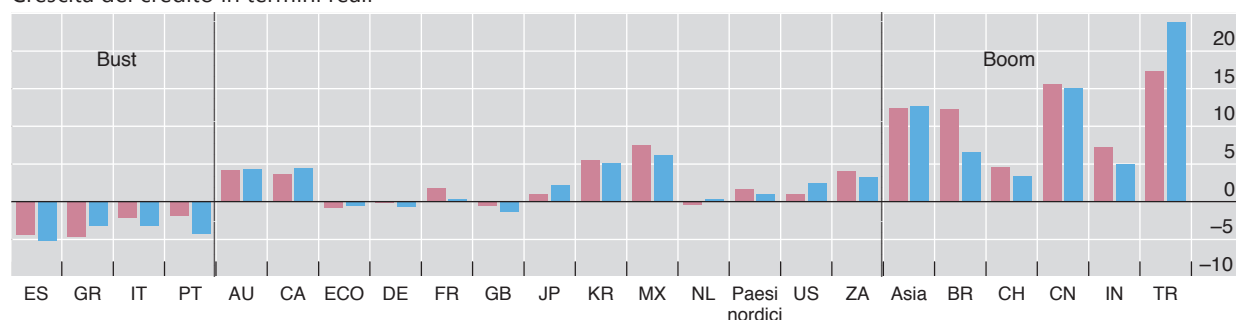
I cicli finanziari in altre economie che hanno attraversato una crisi sembrano aver già toccato il punto di minimo. Negli Stati Uniti si era osservata una significativa ascesa del credito e dei prezzi degli immobili, terminata con lo scoppio della crisi finanziaria del 2007-09. La successiva fase calante dei prezzi delle attività e del

A che stadio del ciclo finanziario si trovano i paesi?¹

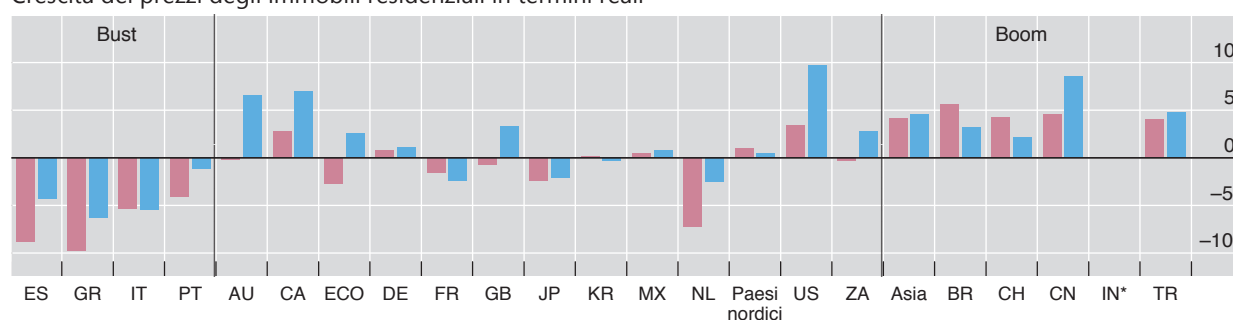
Variazioni di una gamma di indicatori del ciclo

Grafico IV.2

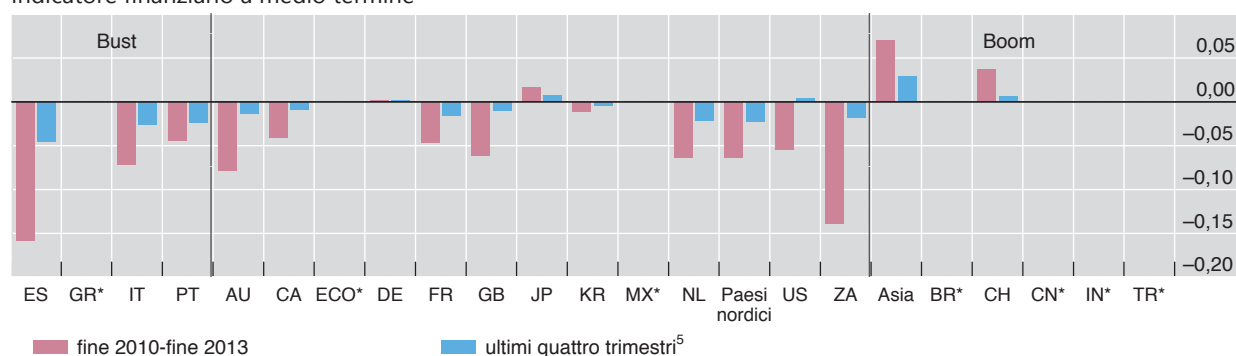
Crescita del credito in termini reali²



Crescita dei prezzi degli immobili residenziali in termini reali³



Indicatore finanziario a medio termine⁴



AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CN = Cina; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; GR = Grecia; IN = India; IT = Italia; JP = Giappone; KR = Corea; MX = Messico; NL = Paesi Bassi; PT = Portogallo; TR = Turchia; US = Stati Uniti; ZA = Sudafrica.

Asia = Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia; ECO = Europa centrale e orientale: Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia e Ungheria; paesi nordici = Finlandia, Norvegia e Svezia.

* Dato non disponibile.

¹ Viene individuato un boom (bust) se tutti e tre gli indicatori per un determinato paese si collocano su valori chiaramente positivi (negativi) su entrambi gli orizzonti. Non vengono classificati i paesi per i quali gli indicatori forniscono per gli stessi periodi segnali marginali o contrastanti. ² Credito totale al settore privato non finanziario deflazionato per il deflatore del PIL (a eccezione della Svezia, per la quale si usano i prezzi al consumo). I tassi di crescita per il 2010-13 sono annualizzati. ³ Deflazionata utilizzando gli indici dei prezzi al consumo. I tassi di crescita per il 2010-13 sono annualizzati. ⁴ Variazioni del ciclo finanziario misurato da filtri basati sulla frequenza (passa banda) che catturano i cicli a medio termine del credito in termini reali, del rapporto credito/PIL e dei prezzi delle abitazioni in termini reali (riquadro IV.A); per l'Asia, escluse Filippine, Malaysia e Thailandia. ⁵ A seconda della disponibilità dei dati, l'ultima osservazione si riferisce al 4° trimestre 2013 o al 1° trimestre 2014.

Fonti: OCSE; Datastream; statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

credito al settore delle imprese non finanziarie si è conclusa nel 2011, mentre il credito alle famiglie ha iniziato a riprendersi solo nel 2013. Per il Regno Unito e per molte economie dell'Europa centrale e orientale – paesi che hanno anch'essi vissuto cicli di boom e bust nell'ultimo decennio – si delinea un quadro meno definito. In questi paesi la riduzione dell'indebitamento prosegue, ma sta rallentando, e i prezzi degli immobili hanno ripreso a salire, indicazioni che suggerirebbero una possibile inversione dalla fase calante del ciclo finanziario.

I segnali sono eterogenei per le economie avanzate che negli ultimi anni non sono state interessate da una vera e propria crisi. L'Australia, il Canada e i paesi nordici hanno sperimentato ampi boom finanziari fra la metà e la fine degli anni duemila. Tuttavia la crisi internazionale e quella del debito europeo hanno intaccato tali dinamiche: i prezzi delle attività hanno segnato ampie oscillazioni e l'indebitamento delle imprese è crollato con il deteriorarsi dell'attività economica mondiale. Ciò ha spinto l'indicatore del ciclo finanziario di medio termine su un trend discendente, sebbene le famiglie in tutte queste economie abbiano continuato a indebitarsi, per quanto a ritmi inferiori. Il forte rincaro delle materie prime negli ultimi anni, tuttavia, ha evitato una svolta duratura del ciclo, e negli ultimi quattro trimestri la crescita dei prezzi reali degli immobili e del credito (totale) in Australia e Canada è risalita su livelli prossimi o in linea con gli andamenti nelle maggiori EME.

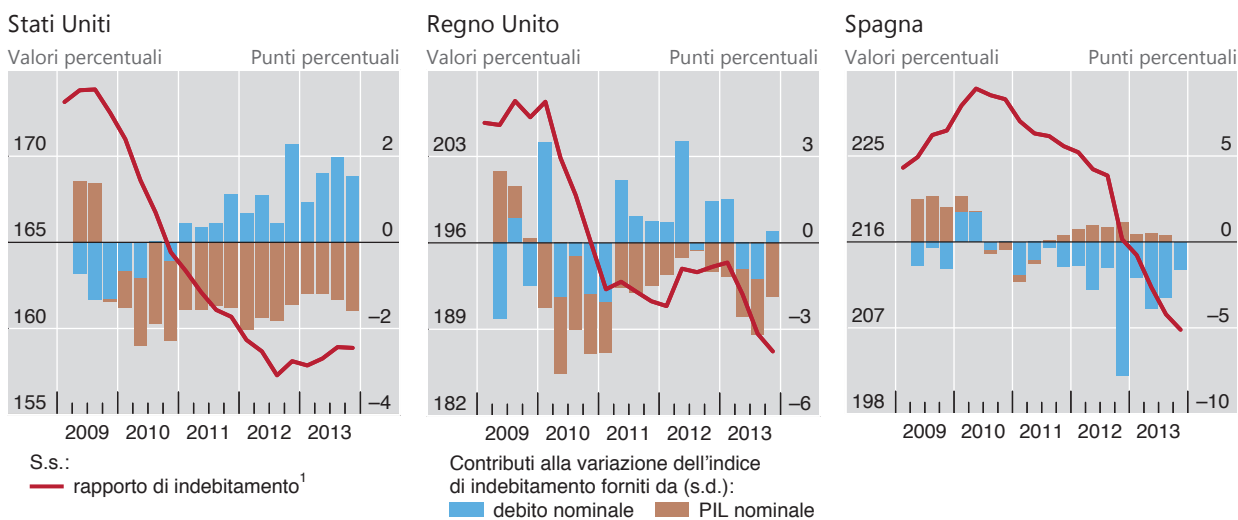
In diversi altri paesi, in particolare nelle EME, è evidente la presenza di fasi di boom. In molti casi l'ascesa del credito e dei prezzi delle attività aveva rallentato il passo nel 2008 e nel 2009, ma ha riacquisito pieno vigore nel 2010. Da allora, il credito al settore privato si è espanso in media di circa il 10% l'anno. In Cina questa crescita è stata trainata principalmente dal settore non bancario, mentre in Turchia sono state le banche a finanziare l'espansione. Al momento vi sono indicazioni che i boom in alcuni paesi stiano raggiungendo una fase di stallo. Ad esempio, in Brasile e in Cina la crescita dei prezzi degli immobili si è indebolita, come accade tipicamente agli stadi più avanzati del ciclo finanziario. Anche le crescenti insolvenze nel settore immobiliare cinese forniscono indicazioni in tal senso.

Le determinanti del ciclo finanziario nel contesto attuale

In una certa misura lo stadio attuale del ciclo finanziario riflette le dinamiche autorafforzanti del processo di aggiustamento dopo la crisi finanziaria. I rapporti fra il debito del settore privato e il PIL sono calati di circa 20 punti percentuali dagli ultimi massimi negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Spagna. Tali ridimensionamenti, benché significativi, sono ancora ben inferiori sia all'incremento che aveva preceduto la crisi sia al calo medio di 38 punti percentuali osservato storicamente in un insieme di crisi¹.

Tali andamenti potrebbero indicare che, almeno in alcuni casi, il rapporto fra debito e reddito sia destinato a ridursi ancora. In Spagna, in particolare, il calo di tale rapporto è scaturito principalmente da una riduzione nell'ammontare del debito nominale in essere (grafico IV.3), una situazione tipica delle prime fasi del processo di riduzione dell'indebitamento. Negli Stati Uniti il debito nominale è

¹ G. Tang e C. Upper, "La riduzione del debito dopo le crisi", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2010 (versione integrale disponibile solo in inglese) mostrano che, su un campione di 20 crisi di questo tipo, il rapporto credito/PIL si è ridotto in 17 casi, segnando in media una flessione di 38 punti percentuali, di entità pressoché analoga all'aumento nella fase di boom precedente (44 punti percentuali).



¹ Rapporto fra credito totale al settore privato non finanziario e PIL nominale.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

diminuito nel 2009 e nel 2010, ma da allora è cresciuto; la sua riduzione è avvenuta principalmente grazie alla crescita del PIL nominale. Meno univoca è la situazione del Regno Unito, dove si è osservato un contributo sia della contrazione del debito sia della crescita del PIL nominale.

La politica monetaria accomodante ha avuto un effetto ambiguo sul processo di aggiustamento verso una riduzione degli indici di indebitamento (Capitolo V). Da un lato, l'ha favorito nella misura in cui è riuscita a stimolare il prodotto, aumentare il reddito e dunque a fornire agli agenti economici le risorse per ripagare il debito e risparmiare. Dall'altro lato, tuttavia, i tassi di interesse mai così bassi hanno anche consentito ai mutuatari di onorare, e ai creditori di rinnovare, quantitativi di debito che sarebbero risultati insostenibili in condizioni più normali dei tassi. Tale situazione tende a ritardare la correzione necessaria e a favorire il mantenimento di elevate consistenze di debito che, a loro volta, possono rallentare la crescita.

La liquidità mondiale e le politiche nazionali alimentano i boom del credito

Il forte allentamento della politica monetaria nelle principali economie avanzate dopo la crisi è stato all'origine di un'impennata della liquidità mondiale. I tassi ufficiali prossimi allo zero e gli acquisti su larga scala di attività finanziarie della Federal Reserve e di altre importanti banche centrali hanno sospinto i prezzi delle attività in tutto il mondo e alimentato la propensione al rischio degli investitori ("canale dell'assunzione di rischio").

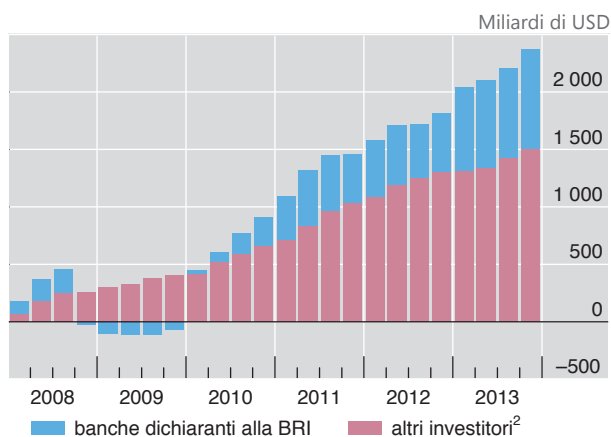
Gli ingenti afflussi di capitali hanno amplificato l'espansione finanziaria interna in molte EME. Dall'inizio del 2008 i residenti nelle EME hanno ottenuto dall'estero credito per oltre \$2 000 miliardi (grafico IV.4, diagramma di sinistra)². Questo importo,

² Al fine di evitare duplicazioni nel calcolo dei flussi transitati per i centri offshore, sono omessi i flussi indirizzati verso Hong Kong SAR e Singapore, mentre vengono considerati i flussi in uscita da tali centri finanziari e diretti ad altre EME.

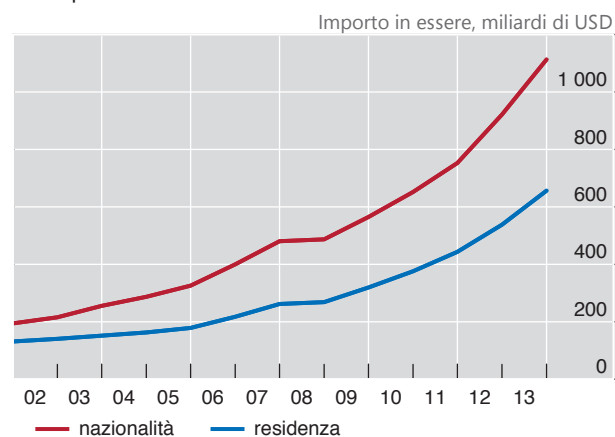
I bassi rendimenti nelle economie avanzate spingono i capitali verso le economie emergenti

Grafico IV.4

Investimenti esteri nel debito delle EME¹



Titoli di debito internazionali emessi da imprese non finanziarie delle EME³



¹ Afflussi cumulati a partire dal 1° trimestre 2008; esclusi Hong Kong SAR e Singapore. ² Titoli di debito in portafoglio (passività) più altri strumenti debitori (passività) meno afflussi corrispondenti delle banche dichiaranti alla BRI. Per l'India, i dati di bilancia dei pagamenti iniziano nel 2° trimestre 2009 e terminano nel 1° trimestre 2013. ³ Esclusi il settore ufficiale e le banche.

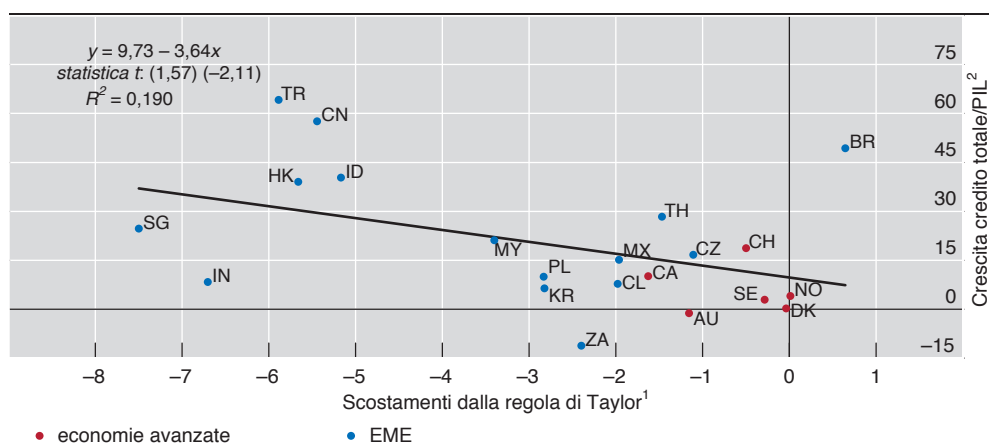
Fonti: FMI, *Balance of Payments Statistics* e *International Financial Statistics*; statistiche bancarie internazionali BRI; elaborazioni BRI.

pari al 2,2% del PIL annuo di queste economie, non appare eccessivo al confronto con i saldi del conto corrente, ma nell'arco del periodo in questione rappresenta comunque uno stock aggiuntivo rilevante di debito estero.

I dati basati sulla residenza di fatto sottostimano l'ammontare di debito estero contratto dai residenti delle EME, poiché non tengono conto del debito emesso dalle affiliate estere. Effettuando una classificazione secondo il principio della nazionalità (ossia considerando il paese dove ha sede legale la società madre), anziché della residenza del mutuatario immediato come nel caso della bilancia dei pagamenti, le emissioni di titoli di debito da parte di imprese delle EME risultano superiori di oltre un terzo (grafico IV.4, diagramma di destra).

Un'ampia parte di tale debito è stata contratta sul mercato obbligazionario da investitori non bancari (barre rosse nel grafico IV.4). Questa seconda fase della liquidità globale contrasta con il periodo antecedente la crisi finanziaria, nel quale il credito bancario aveva giocato un ruolo centrale³. Due fattori spiegano tale cambiamento: primo, molte banche attive a livello mondiale erano impegnate a riparare i propri bilanci sulla scia della crisi, e sono state meno propense a offrire credito al di fuori dei propri mercati di riferimento (Capitolo VI); secondo, i bassi livelli dei tassi di interesse e dei rendimenti obbligazionari nelle maggiori economie avanzate hanno spinto gli investitori verso categorie di attività a più elevato rendimento, quali i titoli di debito delle EME (Capitolo II). Di conseguenza, il rendimento obbligazionario nominale medio a lungo termine nelle EME, calcolato per un campione di economie che presentano effettivamente mercati obbligazionari a lungo termine e tassi di cambio flessibili, era sceso nel maggio 2013 intorno al 5%, dall'8% circa agli inizi del 2005. In termini reali, utilizzando la variazione sull'anno

³ Cfr. H. S. Shin, "The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies", discorso ufficiale all'Asia Economic Policy Conference della Federal Reserve Bank di San Francisco, novembre 2013.



AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CL = Cile; CN = Cina; CZ = Repubblica Ceca; DK = Danimarca; HK = Hong Kong SAR; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = Messico; MY = Malaysia; NO = Norvegia; PL = Polonia; SE = Svezia; SG = Singapore; TH = Thailandia; TR = Turchia; ZA = Sudafrica.

¹ Tassi ufficiali meno tassi desunti dalla regola di Taylor, media del periodo da fine 2008 a fine 2013. ² Tassi di crescita del credito totale al settore privato non finanziario in rapporto al PIL nel periodo da fine 2008 a fine 2013.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

precedente dei prezzi al consumo in tali paesi, il rendimento era pari ad appena l'1% nel 2013⁴.

Controbilanciare lo stimolo proveniente dall'estero mediante un inasprimento della politica monetaria non è compito facile. In primo luogo, un'ampia parte degli afflussi di capitali stranieri è denominata in valuta estera e pertanto non è direttamente influenzata dalla politica monetaria nazionale. In secondo luogo, innalzare i tassi di interesse mentre nel resto del mondo questi rimangono molto bassi può innescare pressioni al rialzo ancora maggiori sul tasso di cambio e intensificare gli afflussi di capitali. I bassi tassi di interesse ufficiali in un paese possono contenere gli afflussi di finanziamenti dall'estero, ma al tempo stesso stimolano il credito interno. Di fatto, a parità di condizioni economiche interne, i paesi con politiche monetarie più accomodanti tendono a registrare una più rapida espansione del credito (grafico IV.5).

Rischi e necessità di aggiustamento

Lo stadio del ciclo finanziario individuato in precedenza e gli elevati livelli del debito del settore privato pongono una serie di sfide per gli anni a venire. Esiste ovviamente il rischio che molti dei più recenti boom sfocino in una crisi finanziaria o almeno in un periodo di grave stress finanziario, come già accaduto in precedenza in molti casi analoghi. Ma risultano vulnerabili persino alcuni paesi che si trovano già nella fase discendente del ciclo finanziario o dove tale ciclo ha appena toccato il punto di svolta inferiore. Malgrado la significativa riduzione dell'indebitamento a partire dalla crisi finanziaria, il debito rimane spesso elevato in relazione al reddito

⁴ Cfr. P. Turner, "The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs", *BIS Working Papers*, n. 441, febbraio 2014.

e ai prezzi delle attività, rendendo potenzialmente necessari ulteriori aggiustamenti per ritornare su livelli maggiormente sostenibili.

Questa sezione fornisce dapprima una valutazione del rischio di crisi finanziarie utilizzando una serie di indicatori di allerta precoce, e offre successivamente un approfondimento volto a comprendere meglio le implicazioni del passaggio delle EME dal credito bancario al finanziamento sui mercati obbligazionari. Infine, analizza in che misura famiglie e imprese debbano ridurre i livelli di debito in relazione al PIL per tornare su posizioni più sostenibili, individuando una possibile trappola del debito.

Gli indicatori segnalano il rischio di dissesto finanziario

Gli indicatori di allerta precoce in vari paesi forniscono segnali preoccupanti. In linea con l'analisi del ciclo finanziario nella sezione precedente, diversi indicatori di allerta precoce segnalano che nel sistema finanziario di un certo numero di paesi si sono accumulate vulnerabilità. Svariati anni di forte espansione del credito e, spesso, dei prezzi degli immobili hanno lasciato i mutuatari esposti al rischio di un aumento dei tassi di interesse e/o di forti rallentamenti dei prezzi immobiliari e dell'attività economica. Tali indicatori non possono predire la tempistica esatta del dissesto finanziario, ma si sono rivelati sufficientemente affidabili nell'individuazione di andamenti insostenibili del credito e dei prezzi degli immobili in passato.

Lo scostamento del rapporto fra credito e PIL dal trend di lungo periodo (di seguito "gap credito/PIL") in molte EME e in Svizzera è ben al di sopra della soglia di allerta (tabella IV.1). I dati storici mostrano che a un valore del gap credito/PIL superiore a 10 punti percentuali sono solitamente seguiti nell'arco di tre anni gravi difficoltà del settore bancario⁵. Anche i gap nei prezzi degli immobili residenziali (lo scostamento dei prezzi reali degli immobili residenziali dalla loro tendenza di lungo periodo) segnalano rischi: tendono ad aumentare durante una fase di boom del credito e a ridursi due o tre anni prima dell'insorgere di una crisi. Di fatto, le autorità svizzere hanno reagito all'accumularsi di vulnerabilità finanziarie portando i requisiti per le riserve patrimoniali anticicliche dall'1 al 2% delle attività ponderate per il rischio garantite da immobili residenziali nazionali.

Gli indici del servizio del debito forniscono segnali meno preoccupanti. Questi rapporti, che misurano la quota di reddito utilizzato per onorare il debito (riquadro IV.B), rimangono contenuti in molte economie. A prima vista, essi indicherebbero attualmente una situazione di particolare vulnerabilità nel caso dei mutuatari in Cina. Ma un aumento dei tassi di interesse spingerebbe tali indici a livelli critici anche in varie altre economie (tabella IV.1, ultima colonna). A titolo di esempio, si ipotizzi che i tassi del mercato monetario crescano di 250 punti base, in linea con quanto avvenuto nell'episodio di inasprimento del 2004⁶. Mantenendo costanti i rapporti credito/PIL, tale aumento spingerebbe l'incidenza del servizio del

⁵ In ragione della sua affidabilità quale indicatore precoce, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha scelto il gap credito/PIL come base per la discussione sui livelli del buffer patrimoniale anticiclico. Un gap credito/PIL superiore a 2 (celle beige nella tabella IV.1) sta a indicare che le autorità dovrebbero prendere in considerazione l'attivazione dei buffer; questi ultimi dovrebbero raggiungere il loro valore massimo in presenza di un gap credito/PIL superiore a 10 (celle rosse).

⁶ In quell'episodio i tassi del mercato monetario nelle economie avanzate crebbero di circa 250 punti base nell'arco di tre anni. L'esempio ipotetico si basa sull'assunto che vi sia una trasmissione uno a uno delle variazioni dei tassi del mercato monetario ai tassi di interesse medi praticati sui prestiti al settore privato non finanziario i quali, insieme ai rapporti credito/PIL e alle scadenze residue medie vigenti, determinano l'onere per il servizio del debito (riquadro IV.B).

Gli indicatori di allerta precoce delle crisi bancarie nazionali segnalano rischi per il futuro¹ Tabella IV.1

		Gap credito/PIL ²	Gap dei prezzi degli immobili ³	Indice del servizio del debito (DSR) ⁴	Indice del servizio del debito per un aumento di 250 p.b. dei tassi di interesse ^{4,5}
Boom	Asia ⁶	19,9	16,7	2,4	4,4
	Brasile	13,7	3,7	4,0	6,3
	Cina	23,6	-2,2	9,4	12,2
	India	-2,7		3,4	4,4
	Svizzera	13,1	13,0	0,6	3,6
	Turchia	17,4		4,5	6,2
Segnali eterogenei	Australia	-6,9	-2,0	1,5	4,5
	Canada	5,6	5,1	2,0	4,9
	Europa centrale e orientale ⁷	-10,5	-0,1	1,6	2,9
	Francia	-0,9	-9,3	2,6	4,9
	Germania	-8,8	5,4	-2,7	-0,9
	Giappone	5,3	2,8	-4,4	-2,0
	Corea	4,1	4,1	0,8	3,5
	Messico	3,7	-1,6	0,5	0,9
	Paesi nordici ⁸	-0,5	-2,2	1,5	4,7
	Paesi Bassi	-13,2	-24,2	1,8	5,2
	Sudafrica	-3,1	-7,5	-1,0	0,2
	Regno Unito	-19,6	-11,1	0,9	3,6
	Stati Uniti	-12,3	-5,7	0,3	2,6
	Bust	Grecia	-11,3	-2,8	
Italia		-6,4	-16,6	-1,0	0,9
Portogallo		-13,9	-7,4	0,3	4,0
Spagna		-27,8	-28,7	2,3	5,4
Legenda		Gap credito/PIL > 10	Gap prezzi immobili > 10	DSR > 6	DSR > 6
		2 ≤ gap credito/PIL ≤ 10		4 ≤ DSR ≤ 6	4 ≤ DSR ≤ 6

¹ I valori soglia per le celle rosse sono selezionati riducendo al minimo i falsi allarmi a condizione di rilevare almeno due terzi delle crisi nell'arco di un orizzonte cumulato di tre anni. Il segnale è corretto se si verifica una crisi in uno qualunque dei tre anni successivi. Il rumore è misurato dalle previsioni errate al di fuori dell'orizzonte. Le celle beige per il gap credito/PIL si basano sulle indicazioni di Basilea 3 relative ai buffer patrimoniali anticiclici. Le celle beige per l'indice del servizio del debito si basano su soglie critiche utilizzando un orizzonte previsionale di due anni. Per il calcolo delle soglie critiche relative ai gap credito/PIL e ai gap dei prezzi degli immobili, cfr. M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates", *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n. 4, 2011, pagg. 189-240. Per gli indici del servizio del debito, 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).

² Scostamento del rapporto credito/PIL dal rispettivo trend di lungo periodo in tempo reale calcolato utilizzando un filtro HP unilaterale e un fattore di smussamento di 400,000, in punti percentuali. ³ Scostamenti dei prezzi reali degli immobili residenziali dal rispettivo trend di lungo periodo calcolato utilizzando un filtro HP unilaterale e un fattore di smussamento di 400,000, in percentuale. ⁴ Scostamento degli indici del servizio del debito dalle medie di lungo periodo specifiche ai singoli paesi a partire dal 1985 o da una data successiva a seconda della disponibilità dei dati e da quando l'inflazione media a cinque anni è scesa al di sotto del 10% (per la Russia e la Turchia sono considerati gli ultimi 10 anni). ⁵ Nell'ipotesi che i tassi sui prestiti aumentino di 2,50 punti percentuali e tutte le altre componenti dell'indice restino invariate. ⁶ Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia; al netto di Filippine e Singapore per l'indice del servizio del debito e la corrispondente previsione. ⁷ Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia e Ungheria; al netto di Repubblica Ceca e Romania per il gap dei prezzi reali degli immobili; al netto di Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania e Romania per gli indici del servizio del debito e le corrispondenti previsioni. ⁸ Finlandia, Norvegia e Svezia.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

debito sul reddito al disopra delle soglie critiche nella maggior parte delle economie in fase di boom. L'esperienza mostra che tale incidenza rimane generalmente contenuta per lunghi periodi, per poi impennarsi repentinamente uno o due anni prima di una crisi, tipicamente in risposta ad aumenti dei tassi di interesse⁷. Un valore contenuto dell'indice del servizio del debito, pertanto, non è necessariamente una garanzia di sicurezza per il sistema finanziario.

Sarebbe troppo facile non dare peso a questi segnali, ritenendo che tali indicatori non siano appropriati perché "questa volta è diverso". Certo, nessun indicatore di allerta precoce è totalmente affidabile. Il sistema finanziario è in continua evoluzione e la natura dei rischi cambia con l'andar del tempo. Ma gli scostamenti del rapporto credito/PIL e l'indice del servizio del debito si sono dimostrati relativamente robusti. In particolare, essi si basano sul credito totale, ovvero prendono in considerazione tutte le fonti di credito⁸, per cui generalmente non risentono della maggiore incidenza relativa dei finanziamenti non bancari osservata nella seconda fase della liquidità globale. La qualità degli indicatori dovrebbe risultare robusta anche tenendo conto delle variazioni nei livelli di equilibrio del debito dovute alla crescente finanziarizzazione dell'economia. I rapporti fra credito e PIL e fra servizio del debito e reddito tendono ad aumentare quando le famiglie e le imprese guadagnano accesso ai servizi finanziari, con i corrispondenti benefici in termini di benessere. Ma la capacità delle banche di valutare il merito di credito dei potenziali prenditori e di gestire i rischi pone un limite naturale alla rapidità di questo processo. I finanziamenti concessi durante una fase di rapida crescita del credito potrebbero rivelarsi problematici, creando instabilità finanziaria nel momento in cui il boom si trasforma in bust⁹.

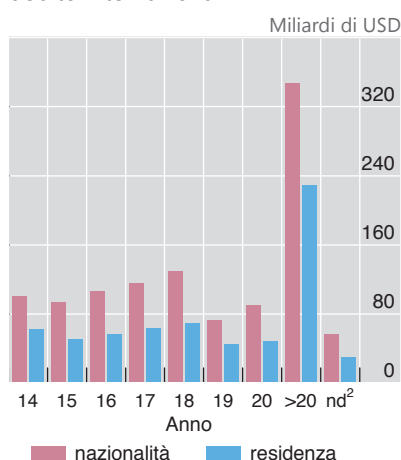
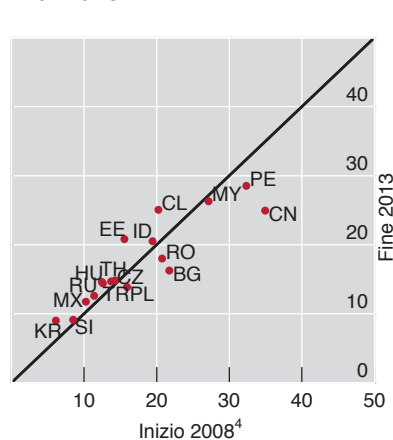
Anche una crescita economica più debole potrebbe innescare difficoltà finanziarie, in particolare nei paesi dove il debito cresce da tempo al disopra della sua tendenza di lungo periodo. Molti paesi che presentano un elevato gap credito/PIL stanno attraversando un periodo prolungato di rapida espansione, brevemente interrotto dalle ricadute della crisi finanziaria nelle economie avanzate. Ma la crescita, più di recente, ha subito un rallentamento e in futuro potrebbe anche restare al disotto dei suoi andamenti tendenziali pregressi (Capitolo III).

I paesi esportatori di materie prime potrebbero essere particolarmente sensibili a un brusco rallentamento in Cina. Ciò accrescerebbe ulteriormente le vulnerabilità delle economie attualmente in fase di espansione, come il Brasile. Ma potrebbe ripercuotersi negativamente anche su alcune delle economie avanzate meno colpite dalla crisi finanziaria. Come già evidenziato in precedenza, paesi quali l'Australia, il Canada e la Norvegia si trovavano nella fase crescente di un pronunciato ciclo finanziario prima dell'insorgere della crisi. Da allora il ciclo è cambiato in queste economie, ma le ricadute sono state smorzate dal livello elevato

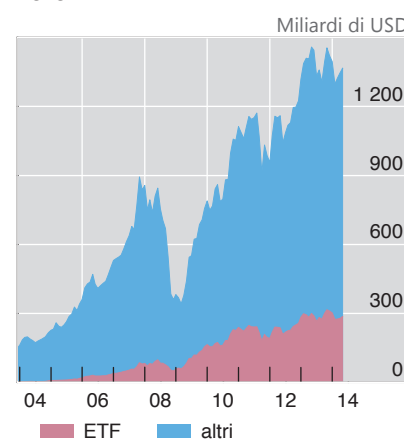
⁷ Cfr. M. Drehmann e M. Juselius, "Evaluating early warning indicators of banking crises: satisfying policy requirements", *International Journal of Forecasting*, 2014.

⁸ Per una discussione sulla copertura delle serie sul credito totale, cfr. C. Dembiermont, M. Drehmann e S. Muksakunratana, "Il nuovo database BRI per il credito totale al settore privato non finanziario", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2013.

⁹ Ricerche condotte dalla BRI dimostrano che il gap credito/PIL è un indicatore utile per le EME, nelle quali lo spazio per un ulteriore incremento del grado di finanziarizzazione sembra più ampio che in gran parte delle economie avanzate. Cfr. M. Drehmann e K. Tsatsaronis, "Il gap credito/PIL e i buffer patrimoniali anticiclici: domande e risposte", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2014 (versione integrale disponibile soltanto in inglese).

Rimborsi programmati di titoli di debito internazionali¹Depositi bancari delle imprese non finanziarie³

Attività nette dei fondi specializzati nelle EME



BG = Bulgaria; CL = Cile; CN = Cina; CZ = Repubblica Ceca; EE = Estonia; HU = Ungheria; ID = Indonesia; KR = Corea; MX = Messico; MY = Malaysia; PE = Perù; PL = Polonia; RO = Romania; RU = Russia; SI = Slovenia; TH = Thailandia; TR = Turchia. ETF = exchange-traded fund.

¹ Titoli di debito internazionali emessi da prenditori non bancari (società finanziarie e non finanziarie, escluse le banche centrali), banche private e banche pubbliche residenti/aventi sede legale (nazionalità) in Brasile, Bulgaria, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Islanda, Lituania, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Singapore, Sudafrica, Thailandia, Turchia, Ungheria e Venezuela. ² Data di scadenza non disponibile. ³ In percentuale delle attività bancarie. La linea corrisponde alla bisettrice. ⁴ Eccetto il Perù (inizio 2012).

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; Datastream; EPFR; statistiche nazionali; statistiche BRI sui titoli di debito internazionali; elaborazioni BRI.

dei corsi delle materie prime. Poiché il debito in essere rimane elevato, tuttavia, un rallentamento del PIL associato a una riduzione delle esportazioni di materie prime potrebbe provocare difficoltà di rimborso.

Al di là del credito totale, la transizione dal credito bancario al finanziamento mediante debito emesso sul mercato dalle società non finanziarie delle EME ha modificato la natura dei rischi. Da una parte i prenditori hanno approfittato delle condizioni favorevoli per assicurarsi finanziamenti a lungo termine, riducendo così il rischio di rollover. Ad esempio, dei circa \$1100 miliardi di titoli di debito internazionali in essere emessi da residenti nelle EME, circa \$100 miliardi – meno di un decimo del totale – giungeranno a scadenza in ciascuno degli anni a venire (grafico IV.6, diagramma di sinistra). Inoltre, circa il 10% dei titoli di debito con scadenza nel 2020 e oltre prevede opzioni di rimborso anticipato e una loro quota imprecisata contiene clausole che permettono agli investitori di richiedere un rimborso accelerato in caso di peggioramento delle condizioni del prenditore. Ciò nonostante, i rimborsi potenziali annui paiono relativamente modesti rispetto all'ammontare delle riserve valutarie dei principali paesi prenditori.

L'impatto favorevole delle scadenze più lunghe potrebbe tuttavia essere controbilanciato dalla mutevole liquidità del mercato. La disponibilità di finanziamenti nei mercati dei capitali è notoriamente prociclica: conveniente e abbondante quando le condizioni sono favorevoli, può tuttavia cambiare ai primi segnali di difficoltà. I flussi di capitali potrebbero invertirsi rapidamente nel momento in cui i tassi di interesse nelle economie avanzate torneranno a salire, oppure qualora dovessero peggiorare le percezioni sulle condizioni economiche interne dei paesi beneficiari.

Nel maggio e giugno 2013 la mera possibilità che la Federal Reserve iniziasse a ridurre gli acquisti di attività finanziarie ha provocato il repentino disinvestimento dai fondi specializzati in titoli delle EME (Capitolo II), anche se gli investimenti di portafoglio complessivi si sono dimostrati meno volatili.

La presenza, fra i detentori del debito delle EME, di un'ampia quota di investitori con orizzonti di investimento di breve termine potrebbe amplificare gli shock in caso di deterioramento delle condizioni mondiali. L'elevata volatilità dei flussi di capitali verso le EME indica che alcuni investitori considerano i propri impieghi in questi mercati come posizioni a breve termine, più che come poste a lungo termine. Ciò concorda con il graduale passaggio dai tradizionali fondi aperti o chiusi ai fondi negoziati in borsa (ETF), ai quali è oggi ascrivibile circa un quinto del patrimonio netto complessivo dei fondi azionari e obbligazionari dedicati delle EME, a fronte di appena il 2% circa di dieci anni fa (grafico IV.6, diagramma di destra). Gli ETF possono essere acquistati e venduti in borsa a costi contenuti, almeno in tempi normali, e sono stati utilizzati dagli investitori per convertire titoli illiquidi in strumenti liquidi.

Anche i problemi di finanziamento delle imprese non finanziarie nelle EME possono riversarsi sul sistema bancario. I depositi societari in molte EME si collocano ben oltre il 20% delle attività totali del sistema bancario in paesi tanto diversi quanto il Cile, la Cina, l'Indonesia, la Malaysia e il Perù (grafico IV.6, diagramma centrale), e in altre EME sono tendenzialmente in crescita. Le imprese che perdono accesso ai mercati esteri del debito potrebbero vedersi costrette a prelevare questi depositi, creando significativi problemi di raccolta per le banche. Le imprese che si sono avventurate in una sorta di carry trade, indebitandosi all'estero a bassi tassi di interesse e investendo a tassi più elevati nei mercati nazionali, potrebbero risultare ancora più sensibili alle condizioni di mercato.

Infine, il volume stesso delle attività gestite dalle grandi società di asset management implica che le loro decisioni di allocazione hanno implicazioni significative e sistemiche per i mercati finanziari delle EME. Ad esempio, una riallocazione relativamente modesta (di 5 punti percentuali) dalle economie avanzate alle EME dei \$70 000 miliardi di attività gestite da queste società darebbe luogo a flussi aggiuntivi di portafoglio per \$3 500 miliardi. Tale importo equivale al 13% dei \$27 000 miliardi a cui ammonta lo stock di obbligazioni e azioni delle EME. Questa percentuale potrebbe risultare significativamente più elevata per le piccole economie aperte. Le mosse dei gestori producono effetti particolarmente rilevanti se avvengono in maniera correlata fra fondi diversi, ad esempio a causa di una gestione top-down di più portafogli (come nel caso di alcuni importanti fondi obbligazionari) oppure dell'utilizzo di benchmark simili o di analoghi sistemi di gestione dei rischi (Capitolo VI).

Il passaggio dal credito bancario al finanziamento obbligazionario ha avuto all'apparenza un effetto limitato sul rischio di cambio. Oltre il 90 e l'80% rispettivamente dei titoli di debito internazionali e dei prestiti dall'estero delle società non bancarie residenti nelle EME sono di fatto denominati in valuta estera. Inoltre, alcuni dei principali prenditori nel mercato obbligazionario internazionale sono imprese immobiliari o dei servizi di pubblica utilità, le quali difficilmente dispongono di attività o di flussi di pagamento significativi in valuta estera che potrebbero sostenere il loro debito. Esistono strumenti finanziari che possono offrire una parziale copertura dal rischio di cambio. Molte coperture, tuttavia, sono di fatto incomplete, poiché riguardano soltanto una parte dell'esposizione oppure si fondano su contratti a più breve termine che vengono periodicamente rinnovati. Siffatte strategie riducono significativamente il valore delle coperture finanziarie per le oscillazioni ampie dei tassi di cambio, che spesso coincidono con una situazione di illiquidità dei mercati.

Il ritorno a livelli di debito sostenibili

A prescindere dal rischio di gravi dissesti finanziari, negli anni a venire molte economie dovranno muoversi in condizioni avverse finché il debito non si riporterà su livelli più sostenibili a lungo termine. Determinare esattamente quale sia il livello del debito sostenibile è compito arduo, ma svariati indicatori fanno ritenere che i livelli attuali di indebitamento del settore privato rimangano eccessivi.

Anzitutto, il debito sostenibile dipende dalla ricchezza. Quest'ultima è stata sospinta verso il basso dalla brusca caduta dei prezzi degli immobili e delle altre attività a seguito della crisi finanziaria in molti dei paesi al centro della crisi, sebbene in alcuni casi si sia successivamente ripresa. Gli effetti ricchezza possono protrarsi a lungo nel tempo. Ad esempio, in Giappone i prezzi reali degli immobili sono diminuiti in media di oltre il 3% l'anno dal 1991, riducendo il valore delle garanzie reali utilizzabili per contrarre nuovi prestiti.

Le tendenze demografiche di lungo periodo potrebbero aggravare tale problema esercitando ulteriori spinte sui prezzi delle attività (Capitolo III). L'invecchiamento della popolazione comporta un calo della domanda di attività, in particolare di abitazioni. Gli studi in materia indicano che i fattori demografici potrebbero abbassare i prezzi delle abitazioni frenando in misura considerevole la crescita delle quotazioni immobiliari nei prossimi decenni (barre blu nel grafico IV.7)¹⁰. Laddove ciò si verificasse, verrebbe parzialmente invertito l'impatto dei fattori demografici che avevano sospinto al rialzo i prezzi delle abitazioni nel decennio precedente (barre rosse).

Anche gli indici del servizio del debito indicano che gli attuali livelli del debito sono elevati. Un'alta incidenza dei costi per il servizio del debito (pagamenti di interessi e rimborso del capitale) sul reddito limita di fatto l'ammontare di debito che i mutuatari possono accollarsi. Ciò è evidentemente vero per gli individui, e infatti le banche spesso non concedono prestiti alle famiglie laddove i pagamenti futuri in linea interessi e capitale eccedano una determinata soglia, pari in genere al 30-40%, del loro reddito. Ma vale anche a livello aggregato.

Empiricamente gli indici aggregati del servizio del debito oscillano intorno a medie storiche stabili (grafico IV.B), che possono essere considerate come approssimazioni di massima dei livelli sostenibili di lungo periodo (di stato stazionario). Un valore elevato di questi indici per il settore privato darà origine a una minore erogazione di credito, che finirà per tradursi in un calo dei costi aggregati per il servizio del debito. Per converso, un loro valore contenuto darà ai debitori ampi margini per accrescere il proprio indebitamento. Da ciò si comprende come nel tempo gli indici del servizio del debito per l'intera economia tornino a gravitare sui livelli di stato stazionario¹¹.

Per riportare gli indici del servizio del debito ai valori di normalità storica occorrerebbero in quasi tutti i paesi riduzioni sostanziali dei rapporti credito/PIL (grafico IV.8). Anche agli attuali tassi di interesse insolitamente bassi, il rapporto credito/PIL dovrebbe essere in media di circa 15 punti percentuali inferiore per consentire a tali indici di tornare sulle rispettive medie storiche. Se poi i tassi sui prestiti dovessero salire di 250 punti base come già accaduto nell'episodio di inasprimento del 2004, la riduzione media necessaria dei rapporti credito/PIL salirebbe a oltre 25 punti percentuali, e sarebbe addirittura superiore a 60 punti nel

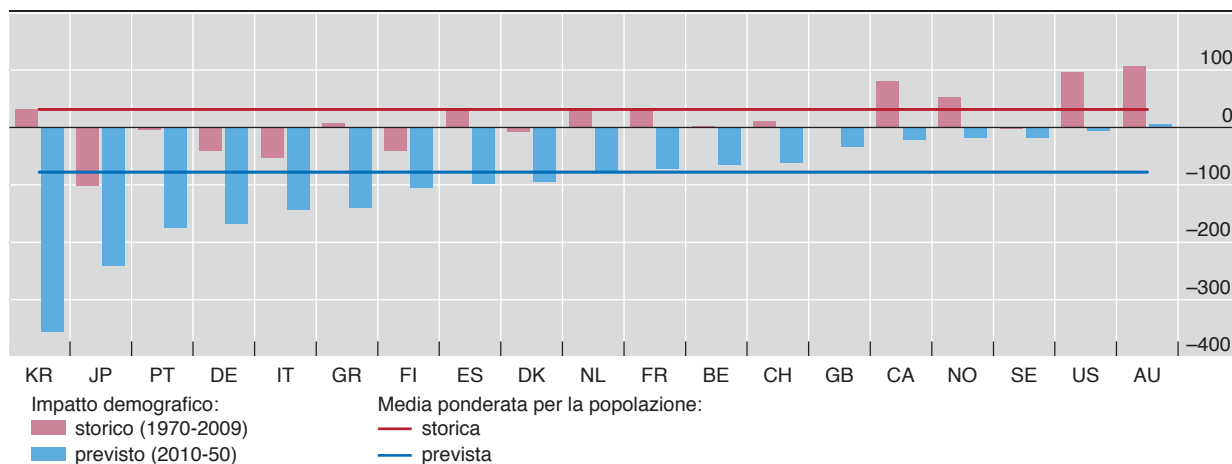
¹⁰ Cfr. E. Takáts, "Aging and house prices", *Journal of Housing Economics*, vol. 21, n. 2, 2012, pagg. 131-141.

¹¹ Il riquadro IV.B esamina le problematiche associate alla scelta delle medie di lungo periodo quali valori di riferimento.

L'ingresso degli andamenti demografici sui prezzi delle abitazioni passa da negativo a positivo

Punti base l'anno

Grafico IV.7



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; KR = Corea; NL = Paesi Bassi; NO = Norvegia; PT = Portogallo; SE = Svezia; US = Stati Uniti.

Fonte: E. Takáts, "Aging and house prices", *Journal of Housing Economics*, vol. 21, n. 2, 2012, pagg. 131-141.

caso della Cina. Persino nel Regno Unito e negli Stati Uniti occorrerebbe che il rapporto debito/PIL calasse di circa 20 punti percentuali, e ciò malgrado il fatto che, ai livelli attuali dei tassi di interesse, questi paesi presentino indici del servizio del debito in linea con le medie di lungo periodo.

Come possono le economie riportare il debito a livelli sostenibili?

Le pressioni al ribasso esercitate dalla minore ricchezza e dagli elevati oneri per il servizio del debito fanno ritenere che per molte economie sarà necessario ridurre i livelli del debito nei prossimi anni. Tale aggiustamento potrà avvenire per il tramite di vari canali. Il primo, e il meno doloroso, sarà attraverso la crescita del prodotto, che ha il duplice effetto di abbassare il rapporto credito/PIL e l'indice del servizio del debito, e di favorire l'aumento dei prezzi delle attività. Le modeste prospettive di crescita in molte economie (Capitolo III) non sono particolarmente rassicuranti da questo punto di vista.

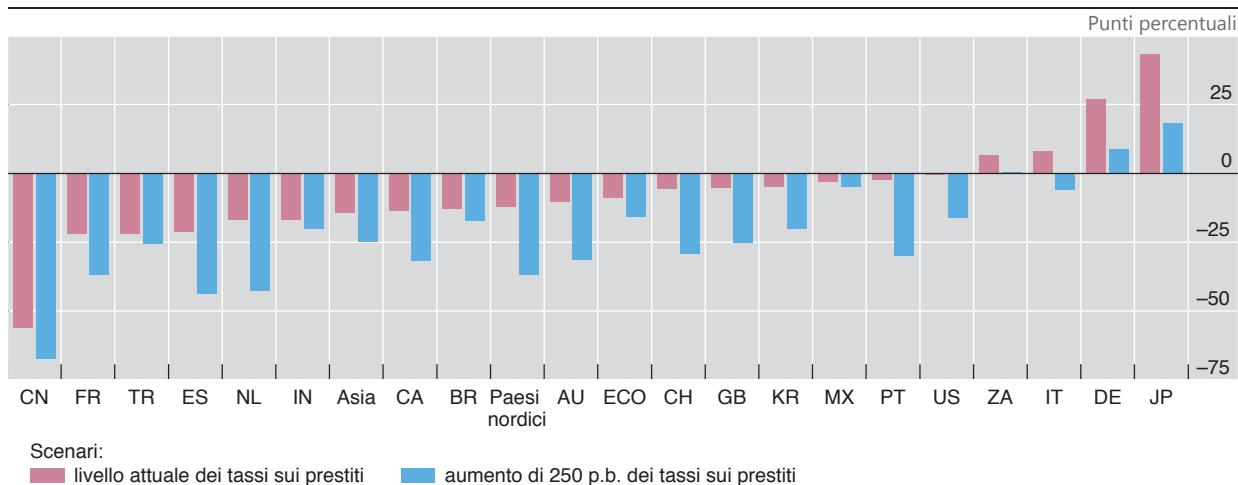
Anche l'inflazione può avere un effetto a questo riguardo. Tuttavia, la misura in cui essa riduce l'onere debitorio in termini reali dipende dall'intensità con cui i tassi di interesse sul debito esistente e di nuova emissione reagiscono agli aumenti dei prezzi. Quel che è più importante, tuttavia, è che l'inflazione, sebbene potenzialmente efficace sotto questo particolare aspetto, presenta altresì importanti effetti collaterali. L'inflazione redistribuisce in maniera arbitraria la ricchezza fra debitori e risparmiatori, e rischia di disancorare le aspettative di inflazione, con ripercussioni indesiderate nel lungo periodo.

Un'alternativa alla crescita consiste nella riduzione dello stock di debito, che avviene se il ritmo dei rimborsi supera quello di assunzione di nuovi prestiti. Si tratta di un canale di aggiustamento naturale e importante, che potrebbe tuttavia rivelarsi insufficiente. In alcuni casi gli eccessivi oneri debitori devono essere affrontati direttamente, ad esempio attraverso svalutazioni. Tale approccio

La sostenibilità del debito presuppone una riduzione dell'indebitamento nel mondo intero

Variazione dei rapporti credito/PIL necessaria per tornare a indici sostenibili del servizio del debito¹

Grafico IV.8



AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CN = Cina; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IN = India; IT = Italia; JP = Giappone; KR = Corea; MX = Messico; NL = Paesi Bassi; PT = Portogallo; TR = Turchia; US = Stati Uniti; ZA = Sudafrica.

Asia = Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia e Thailandia; ECO = Europa centrale e orientale: Polonia, Repubblica Ceca, Russia e Ungheria; paesi nordici = Finlandia, Norvegia e Svezia.

¹ Si ipotizza che l'indice del servizio del debito di un paese sia sostenibile se ritorna sulla sua media di lungo periodo. Medie calcolate a partire dal 1985 o da una data successiva a seconda della disponibilità dei dati e del momento in cui l'inflazione media a cinque anni è scesa al disotto del 10% (per la Russia e la Turchia sono considerati gli ultimi 10 anni). La variazione necessaria del rapporto credito/PIL è calcolata utilizzando l'equazione (1) del riquadro IV.B e mantenendo costanti le scadenze.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

comporterebbe inevitabilmente perdite per qualcuno ma, in base all'esperienza, sarebbe comunque meno doloroso delle alternative. I paesi nordici, ad esempio, risolsero il problema dei livelli elevati e insostenibili di debito dopo le crisi bancarie dei primi anni novanta costringendo le banche a riconoscere le perdite e a fronteggiare in maniera risoluta le attività problematiche, anche attraverso la loro cessione. Inoltre, le autorità ridussero la capacità eccedente nel sistema finanziario e ricapitalizzarono le banche sottoponendole a rigorose verifiche di solvibilità. Questi interventi gettarono solide basi per la ripresa, la quale si materializzò in tempi relativamente rapidi¹².

L'abbassamento dei livelli di debito attraverso le svalutazioni può richiedere modifiche rilevanti al quadro regolamentare in diversi paesi. Come si legge nell'82^a *Relazione annuale* (riquadro del Capitolo III), la riduzione del debito delle famiglie richiede due passaggi principali. Le autorità devono in primo luogo indurre i prestatori a riconoscere le perdite e in secondo luogo incentivarli a ristrutturare i prestiti, in modo da offrire ai mutuatari la possibilità realistica di rimborsare il proprio debito¹³.

¹² Cfr. C. Borio, B. Vale e G. von Peter, "Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?", *BIS Working Papers*, n. 311, giugno 2010.

¹³ Per studi recenti su questo argomento, cfr. Y. Liu e C. Rosenberg, "Dealing with private debt distress in the wake of the European financial crisis", *IMF Working Papers*, n. WP/13/44, 2013; nonché J. Garrido, *Out-of-court debt restructuring*, Banca mondiale, 2012.

La stima degli indici del servizio del debito

Questo riquadro analizza la costruzione degli indici del servizio del debito (debt service ratio, DSR) e alcuni aspetti tecnici relativi ai grafici IV.8 e IV.9.

Il calcolo dei DSR a livello di economia comporta il ricorso a stime e calibrazioni, poiché generalmente non sono disponibili dati dettagliati a livello di singoli prestiti. Si utilizza la metodologia delineata da Drehmann e Juselius (2012), che a loro volta seguono un approccio sviluppato dal Federal Reserve Board per costruire coefficienti del servizio del debito per il settore delle famiglie (cfr. Dynan et al. (2003))^①. L'ipotesi di base è che, per un determinato tasso sui prestiti, i costi per il servizio del debito (pagamenti per interessi e rimborso del capitale) su un ammontare aggregato di debito siano ripagati in parti uguali per tutta la durata del prestito (prestiti rateizzati)^②. Utilizzando la formula standard per calcolare i costi fissi del servizio del debito (debt service cost, DSC) di un prestito rateizzato e dividendo il risultato per il PIL, il DSR al tempo t può essere così calcolato:

$$DSR_t = \frac{DSC_t}{Y_t} = \frac{i_t}{(1 - (1 + i_t)^{-s_t})} * \frac{D_t}{Y_t} \quad (1)$$

dove D_t denota l'ammontare aggregato di debito del settore privato non finanziario quale risulta dalle segnalazioni della BRI^③, Y_t indica il PIL trimestrale, i_t il tasso di interesse medio per trimestre, e s_t la vita media residua in trimestri (ovvero, per una vita media residua di cinque anni $s_t = 20$).

Il credito e il PIL sono facilmente osservabili, ma generalmente il tasso medio di interesse e la vita media residua non lo sono. Per questioni di disponibilità dei dati, i tassi medi di interesse sull'intero ammontare di debito vengono approssimati dai tassi medi di interesse sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie al settore privato non finanziario^④. Ciò si basa sulla ragionevole ipotesi che l'evoluzione dei tassi di interesse praticati dalle banche e dai creditori non bancari sia simile. Per alcuni paesi, principalmente dell'Europa centrale e orientale e dell'Asia emergente, non vi sono dati relativi ai tassi sui prestiti. Essi sono pertanto approssimati utilizzando il tasso del mercato monetario a breve termine maggiorato del markup medio applicato nei vari paesi fra il tasso sui prestiti e i tassi del mercato monetario. Basandosi sulle poche fonti disponibili, la vita media residua viene approssimata in maniera grezza. Specialmente nelle prime parti del campione, è possibile che le scadenze fossero in realtà più brevi, e quindi i DSR più elevati, considerati i tassi di inflazione maggiori e la speranza di vita minore^⑤.

Le medie storiche potrebbero essere distorte verso il basso e quindi la riduzione necessaria dell'indebitamento evidenziata nel grafico IV.8 potrebbe essere sovrastimata. Tale distorsione, tuttavia, è probabilmente modesta poiché le variazioni del parametro sulla scadenza hanno effetti solo limitati sui trend stimati dei DSR. Inoltre, le stime per il settore delle famiglie statunitensi sono simili ai dati pubblicati dalla Federal Reserve, che si basano su informazioni molto più dettagliate. I livelli sono inoltre generalmente comparabili fra paesi, e i DSR stimati evidenziano oscillazioni di lungo periodo coerenti con le medie storiche dei singoli paesi, a indicare che rappresentano parametri di riferimento realistici.

Il confronto dell'evoluzione dei DSR con quella dei tassi sui prestiti e dei rapporti credito/PIL mostra che il calo dei tassi di interesse ha permesso al settore privato di sopportare livelli di debito più elevati in rapporto al PIL (grafico IV.B). Dal 1985 in poi i rapporti debito/PIL nel Regno Unito e negli Stati Uniti sono aumentati considerevolmente, anche tenendo conto del calo successivo alla crisi finanziaria. Al tempo stesso, i tassi sui prestiti sono scesi da oltre il 10% all'attuale 3% circa. L'effetto congiunto di questi fattori implica che i DSR si sono mossi intorno alle medie storiche di lungo periodo.

Per costruire le proiezioni del DSR per diversi scenari di tasso di interesse (grafico IV.9), si stimano le dinamiche congiunte dei tassi sui prestiti e dei rapporti credito/PIL mediante un modello vettoriale autoregressivo (VAR) standard. Oltre a queste due variabili, vengono considerati come variabili endogene anche i prezzi degli immobili residenziali per verificare l'impatto delle variazioni di valore delle garanzie reali, che potrebbero permettere agli operatori di aumentare il grado di leva finanziaria^⑥. Il tasso del mercato monetario a breve termine viene considerato come variabile esogena. Utilizzando il VAR stimato, si elaborano proiezioni del rapporto credito/PIL, dei tassi medi sui prestiti e dei prezzi reali degli immobili in diversi scenari di tasso del mercato monetario. Nell'ipotesi che le scadenze rimangano costanti, i rapporti credito/PIL e i tassi sui prestiti così ottenuti sono convertiti nei DSR riportati nel grafico IV.9.

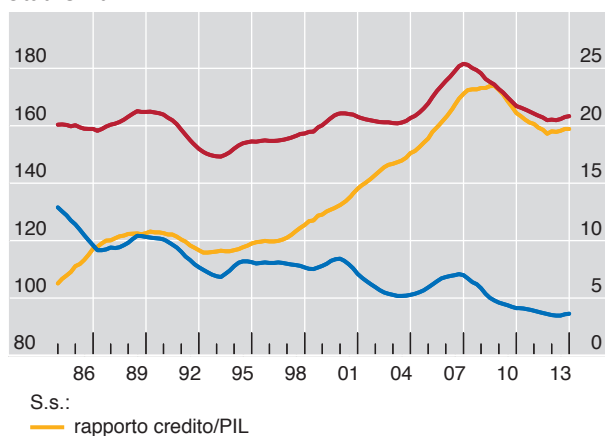
Vengono presi in considerazione quattro scenari diversi per il tasso di interesse, tutti aventi inizio nel secondo trimestre 2014 e fine nel quarto trimestre 2017. Nel primo, i tassi di interesse del mercato monetario si muovono in linea con i tassi a breve impliciti nel mercato. Nel secondo, le variazioni assolute dei tassi di interesse del mercato monetario seguono quelle osservate in ciascun paese durante la fase di inasprimento iniziata nel giugno 2004 e i

Indici del servizio del debito e loro principali componenti¹

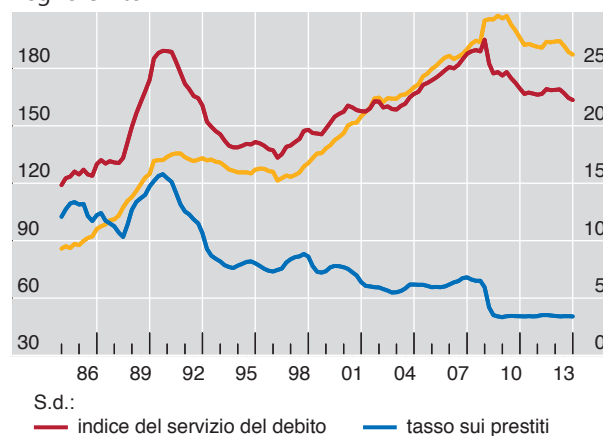
Valori percentuali

Grafico IV.B

Stati Uniti



Regno Unito



¹ Per l'insieme del settore privato non finanziario.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

tassi rimangono fissi una volta raggiunto il punto di massimo. Nel terzo, i tassi di interesse vengono innalzati sulle medie di lungo periodo specifiche di ciascun paese nell'arco di otto trimestri e rimangono costanti successivamente. Nell'ultimo scenario, i tassi di interesse vengono mantenuti costanti dal secondo trimestre 2014 in poi.

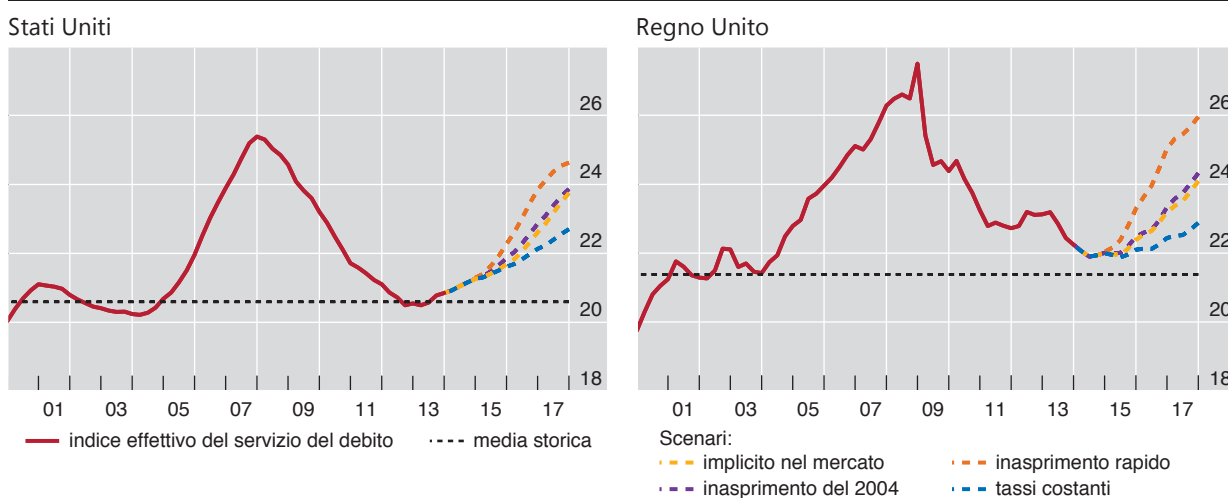
I risultati mostrano che gli oneri per il servizio del debito sono probabilmente destinati ad aumentare, o per lo meno a non diminuire, anche tenendo conto di varie limitazioni. Ad esempio, gli intervalli di confidenza delle proiezioni si estendono all'aumentare dell'orizzonte, divenendo piuttosto ampi entro il 2017, ma non suggeriscono comunque riduzioni sostanziali. Inoltre, il VAR è stimato utilizzando un campione che va dal primo trimestre 1985 al quarto trimestre 2013, pertanto le proiezioni incorporano prevalentemente relazioni standard che potrebbero non essere accurate nei periodi di stress finanziari o di recessione patrimoniale, quando un indebitamento eccessivo potrebbe comportare che i rapporti credito/PIL non reagiscano più ai tassi di interesse. Il modello VAR si basa inoltre sull'assunto che le variazioni positive o negative dei tassi del mercato monetario si trasmettano simmetricamente ai tassi sui prestiti. Laddove i debitori siano riusciti a bloccare gli attuali tassi bassi e i tassi aumentino, l'incremento dei DSR potrebbe essere meno pronunciato di quello mostrato, ma comunque superiore a quello che si verifica nello scenario dei tassi di interesse costanti poiché i nuovi debitori dovranno corrispondere tassi più elevati.

① 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); e K. Dynan, K. Johnson e K. Pence, "Recent changes to a measure of US household debt service", *Federal Reserve Bulletin*, vol. 89, n. 10, ottobre 2003, pagg. 417-426. ② La giustificazione risiede nel fatto che le differenze nel piano di ammortamento dei singoli prestiti tenderanno a compensarsi in aggregato. Si considerino ad esempio 10 prestiti di uguale entità per i quali l'intero capitale è dovuto a scadenza (prestiti bullet), ciascuno dei quali con 10 periodi di rimborso ed erogati in anni successivi nell'arco di un decennio; dopo 10 periodi, quando il primo prestito giunge a scadenza, il flusso dei rimborsi su questi 10 prestiti presi congiuntamente risulterà indistinguibile dal rimborso di un singolo prestito rateizzato dello stesso ammontare. Peraltro, in genere, un'ampia quota dei prestiti al settore privato nella maggior parte dei paesi risulterà essere comunque di tipo rateizzato, come ad esempio i mutui ipotecari al settore delle famiglie. ③ Cfr. il database BRI sul credito totale al settore privato non finanziario (<http://www.bis.org/statistics/credtopriv.htm>). ④ Queste serie sono registrate tipicamente soltanto per l'ultimo decennio circa, ma possono essere estese retrospettivamente utilizzando una media ponderata dei vari tassi di interesse applicati ai prestiti alle imprese e alle famiglie, compresi quelli sui mutui ipotecari, i prestiti al consumo e i finanziamenti di investimenti. ⑤ Nel grafico IV.8 si utilizzano solo le medie di lungo periodo come approssimazioni dei livelli sostenibili di lungo periodo dei DSR dopo che l'inflazione è scesa permanentemente al di sotto del 10%. ⑥ Le proiezioni degli incrementi dei DSR risultano leggermente più elevate allorché si inserisce nel VAR l'inflazione come variabile endogena. L'inflazione non è inclusa nei risultati mostrati nel grafico IV.9 per basare le proiezioni sul sistema più parsimonioso.

Gli oneri per il servizio del debito sono probabilmente destinati a salire

Proiezioni degli oneri per il servizio del debito con livelli del debito endogeni, calcolate per scenari diversi di tasso di interesse, in percentuale¹

Grafico IV.9



¹ Gli scenari considerati sono i seguenti: a) implicito nel mercato: i tassi di interesse si muovono in linea con i tassi impliciti nel mercato; b) inasprimento del 2004: le variazioni assolute nei tassi di interesse ricalcano l'episodio di inasprimento del 2004 nelle economie avanzate; c) inasprimento rapido: i tassi di interesse sono inaspriti ai livelli medi di lungo periodo del rispettivo paese nell'arco di otto trimestri; e d) tassi costanti: i tassi di interesse sono mantenuti costanti. Gli oneri per il servizio del debito sono misurati dall'indice del servizio del debito. Media storica dal 1985. Le proiezioni si basano su un semplice modello vettoriale autoregressivo (VAR) che cattura le dinamiche congiunte di rapporti credito/PIL, tassi sui prestiti, tassi del mercato monetario e prezzi degli immobili residenziali in termini reali (riquadro IV.B).

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

L'impatto dei tassi di interesse è ambiguo. In linea di principio, tassi di interesse più bassi possono ridurre gli oneri per il servizio del debito. Essi possono inoltre favorire i prezzi delle attività. Le autorità monetarie hanno infatti tipicamente abbassato i tassi di interesse all'indomani delle crisi finanziarie, riducendo così gli oneri per il servizio del debito di famiglie e imprese. Purtroppo, tuttavia, un basso livello dei tassi di interesse può anche avere l'effetto perverso di incentivare i debitori a indebitarsi ulteriormente, rendendo ancora più costoso un eventuale innalzamento dei tassi di interesse. A seconda delle condizioni iniziali, un basso livello dei tassi di interesse può pertanto condurre i paesi in una trappola del debito: oneri debitori che appaiono già insostenibili crescerebbero ulteriormente.

Un'analisi di scenario, basata sulla modellizzazione delle dinamiche congiunte del rapporto credito/PIL, dei tassi di interesse e dei prezzi immobiliari, indica che la trappola del debito non è un'eventualità remota riguardante soltanto alcuni paesi (riquadro IV.B). Il grafico IV.9 riporta le traiettorie future stimate per gli indici di indebitamento e i prezzi degli immobili in quattro scenari di tasso di interesse nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Tali traiettorie sono simili a quelle di altre economie come la Corea o il Brasile.

Gli scenari evidenziano che gli oneri per il servizio del debito in alcuni paesi crescerebbero comunque, a prescindere dal fatto che i tassi ufficiali aumentino o restino contenuti. A un estremo, il ritorno dei tassi del mercato monetario alle rispettive medie storiche spingerebbe gli oneri per il servizio del debito in prossimità dei massimi storici osservati alla vigilia della recente crisi. Ma gli oneri per il servizio del debito crescerebbero anche nell'altro caso estremo in cui i tassi di interesse restassero ai bassi livelli attuali. In tale scenario, infatti, i costi relativi al

debito attualmente in essere rimarrebbero costanti, ma le nuove passività contratte dalle famiglie e dalle imprese farebbero aumentare i costi per il servizio del debito aggregato.

Quest'analisi di scenario, naturalmente, è solo illustrativa. Essa si basa inoltre sull'ipotesi che i tassi di interesse aumentino indipendentemente dalle condizioni macroeconomiche, mentre è lecito supporre che le banche centrali procederebbero a un inasprimento solo nel caso in cui le prospettive per il prodotto fossero favorevoli. Ciò nonostante, l'analisi è indicativa delle tensioni presenti nella situazione attuale.

La conclusione è semplice. Un basso livello dei tassi di interesse non risolve il problema di un debito elevato. Può contenere i costi per il servizio del debito per qualche tempo, ma poiché incoraggia, anziché scoraggiare, l'accumulo di debito, amplifica l'effetto dell'eventuale normalizzazione. Per evitare la trappola del debito occorrono politiche che promuovano un'ordinata riduzione dell'indebitamento mediante il risanamento dei bilanci e, soprattutto, favoriscano le prospettive di crescita a lungo termine dell'economia (Capitoli I e III).

V. La politica monetaria pena a ritrovare la normalità

Lo scorso anno la politica monetaria ha continuato a essere globalmente molto accomodante: i tassi ufficiali sono rimasti bassi e i bilanci delle banche centrali si sono ulteriormente dilatati. Le banche centrali nelle maggiori economie avanzate hanno continuato a far fronte a una ripresa insolitamente fiacca, malgrado l'allentamento monetario straordinario e prolungato. Ciò fa ritenere che la manovra monetaria sia stata relativamente poco efficace per sostenere la ripresa da una recessione patrimoniale.

Le economie emergenti (EME) e le economie avanzate aperte di minori dimensioni hanno dovuto fare i conti con le ripercussioni delle politiche monetarie espansive nelle principali economie avanzate. A loro volta, hanno mantenuto i tassi su livelli molto bassi, contribuendo alla formazione di vulnerabilità finanziarie. Questa dinamica suggerisce che la politica monetaria dovrebbe avere un ruolo maggiore a integrazione delle misure macroprudenziali allorché si affrontano squilibri finanziari. Evidenzia altresì carenze nel sistema monetario internazionale, in quanto le ripercussioni globali della politica monetaria non sono sufficientemente internalizzate.

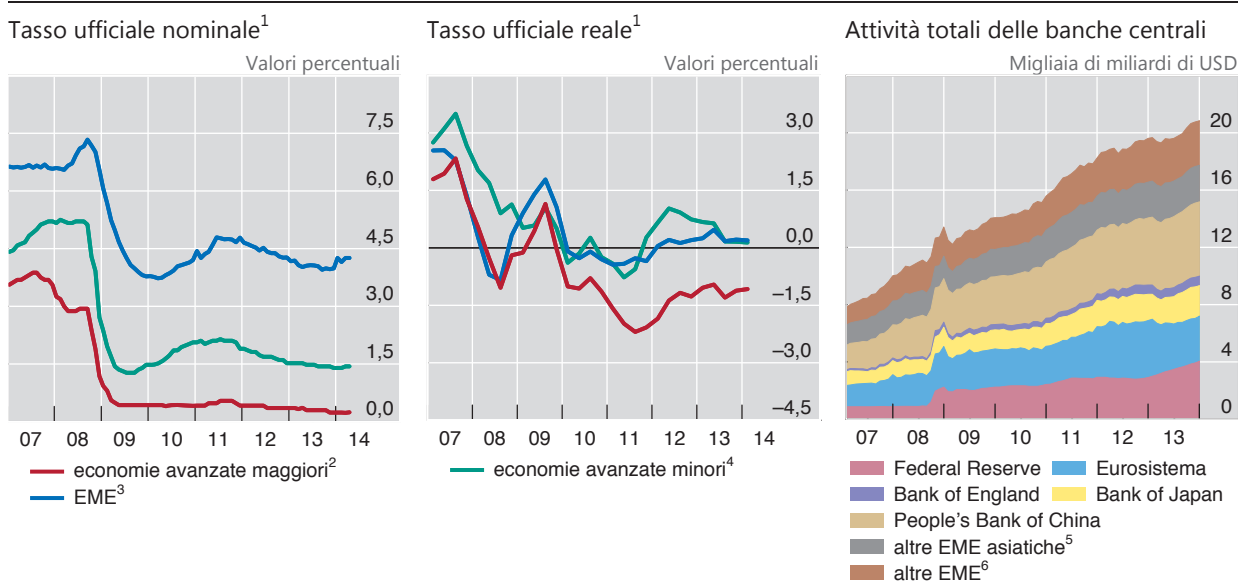
Molte banche centrali lo scorso anno hanno dovuto far fronte a pressioni disinflazionistiche impreviste, che rappresentano una sorpresa negativa per i soggetti indebitati ed evocano lo spettro della deflazione. Tuttavia, i rischi di una deflazione diffusa appaiono molto bassi: le banche centrali ritengono che l'inflazione si riporterà gradualmente sui valori obiettivo e che le aspettative di inflazione a più lungo termine rimarranno ben ancorate. Inoltre, il fatto che le pressioni disinflazionistiche provengano dal lato dell'offerta concorda in genere con la ripresa dell'attività economica internazionale. L'orientamento della politica monetaria deve considerare attentamente la persistenza e la natura delle forze disinflazionistiche all'opera, così come gli effetti collaterali dell'allentamento.

È oggi più chiaro che le banche centrali nelle principali economie avanzate si trovano a diversa distanza dalla meta della normalizzazione della politica monetaria, e che quindi abbandoneranno in tempi diversi il grado straordinario di allentamento perseguito. La transizione sarà probabilmente un percorso complicato e accidentato, indipendentemente da come verrà comunicata; in parte per questi motivi, non va sottostimato il rischio di una normalizzazione troppo tardiva e troppo graduale.

Questo capitolo passa in rassegna gli sviluppi di politica monetaria nel corso del passato anno, ed esamina in seguito quattro importanti sfide che si pongono oggi alle banche centrali: scarsa efficacia; ripercussioni internazionali; disinflazione inattesa; rischio di trovarsi in ritardo durante il processo di uscita.

Evoluzione recente delle politiche monetarie

Nel corso degli ultimi 12 mesi i tassi di interesse ufficiali nominali e reali sono rimasti molto bassi nel mondo intero e i bilanci delle banche centrali hanno continuato a dilatarsi sino alla fine del 2013 (grafico V.1). In media, i tassi ufficiali reali sono stati mantenuti al disotto del $-1,0\%$ nelle principali economie avanzate e nel resto del mondo non sono risultati molto più elevati: in un gruppo di economie avanzate aperte di piccole dimensioni (di seguito, economie avanzate minori), ossia



¹ Per ciascun gruppo, media semplice delle economie elencate. Il tasso reale corrisponde al tasso nominale deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo. ² Area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. ³ Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria. Per l'Argentina, il deflatore dei prezzi al consumo si basa su stime ufficiali, che presentano una discontinuità metodologica nel dicembre 2013. ⁴ Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera. ⁵ Somma di Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. ⁶ Somma di Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Polonia, Perù, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

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

Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera, e nelle economie emergenti (EME) qui considerate, i tassi reali sono stati solo di poco superiori allo zero. L'espansione dell'attivo di bilancio delle banche centrali ha leggermente rallentato il passo fra il 2012 e metà 2013, per poi accelerare nella seconda parte del 2013.

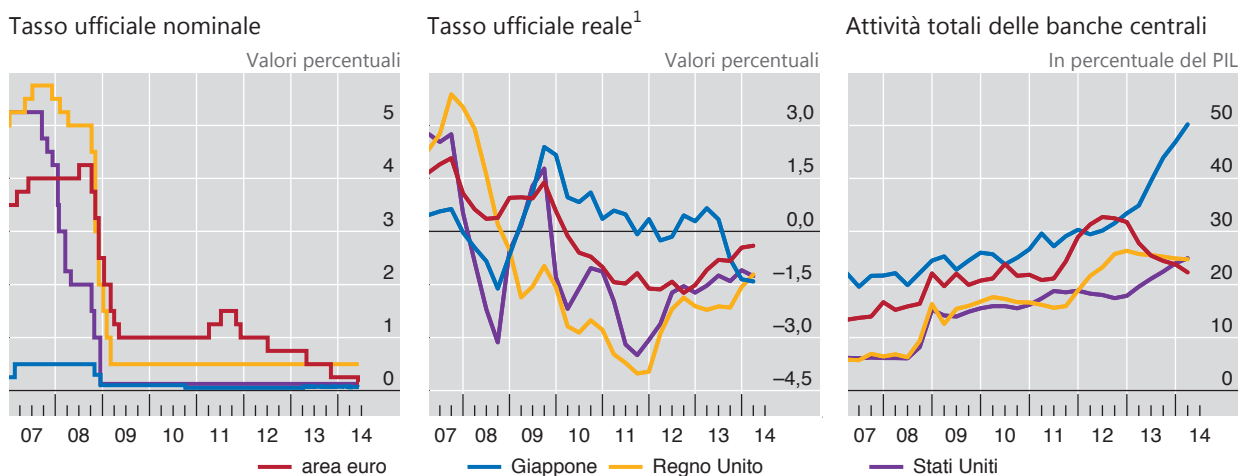
Questo orientamento straordinariamente espansivo si osserva ormai da quasi sei anni (grafico V.1). I tassi di interesse erano calati bruscamente agli inizi del 2009. Il volume delle attività detenute dalle banche centrali iniziò a crescere rapidamente nel 2007 e da allora è più che raddoppiato, raggiungendo l'ammontare senza precedenti di oltre \$20 000 miliardi (equivalenti a più del 30% del PIL mondiale). La crescita riflette gli acquisti su vasta scala di attività finanziarie e l'accumulo di riserve valutarie.

Sebbene nel corso degli ultimi 12 mesi si siano moltiplicati i segni di una ripresa della crescita, le banche centrali nelle principali economie avanzate hanno mantenuto i tassi ufficiali nominali in prossimità della soglia zero e i tassi reali in territorio negativo (grafico V.2)¹. Nell'area dell'euro, dove l'attività economica è stata fiacca, in novembre la BCE ha dimezzato a 25 punti base il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, riducendolo di ulteriori 15 punti base in giugno, sullo sfondo di timori per la bassa inflazione e l'apprezzamento dell'euro. Quest'ultima mossa ha portato il tasso sui depositi presso la BCE a 10 punti base sotto lo zero.

¹ Nell'aprile 2013 la Bank of Japan ha adottato come obiettivo operativo la base monetaria in luogo del tasso del mercato monetario overnight.

Nelle economie avanzate maggiori i tassi ufficiali restano bassi e le attività delle banche centrali elevate

Grafico V.2



¹ Tasso ufficiale nominale deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo.

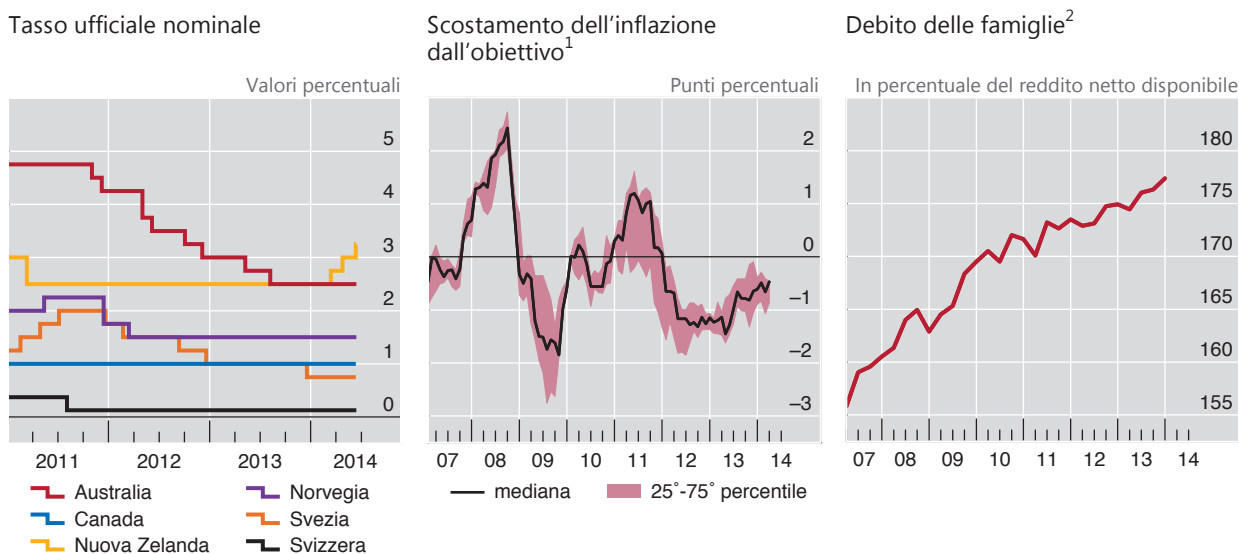
Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

Le banche centrali dell'area dell'euro, del Regno Unito e degli Stati Uniti hanno fatto intensamente ricorso a varie forme di comunicazione degli orientamenti prospettici di politica monetaria (forward guidance) per segnalare la loro intenzione di mantenere bassi i tassi ufficiali ancora a lungo (riquadro V.A). La BCE ha adottato una forward guidance qualitativa nel luglio 2013, affermando l'intenzione di mantenere bassi i tassi di riferimento per un periodo di tempo protratto. Nell'agosto 2013 la Bank of England ha adottato una forward guidance che lega il mantenimento dell'attuale contesto di bassi tassi ufficiali al raggiungimento di determinate soglie in termini di tasso di disoccupazione, proiezioni e aspettative di inflazione e rischi per la stabilità finanziaria. Questo nuovo approccio assomiglia sotto molti aspetti a quello adottato nel dicembre 2012 dalla Federal Reserve, che faceva riferimento a valori soglia per la disoccupazione e l'inflazione. Agli inizi del 2014, quando il tasso di disoccupazione nel Regno Unito e negli Stati Uniti si stava avvicinando più rapidamente del previsto ai valori soglia indicati, entrambe le banche centrali hanno formulato la guidance in termini più qualitativi, ponendo l'enfasi sulla nozione più generale di margine di capacità inutilizzato nell'economia.

Lo scorso anno la dimensione dei bilanci delle banche centrali nelle economie avanzate maggiori ha assunto traiettorie divergenti (Grafico V.2, diagramma di destra). Nel Regno Unito e negli Stati Uniti si è fatto gradatamente meno ricorso all'espansione del bilancio quale principale strumento per fornire stimolo addizionale. Nell'agosto 2013 la Bank of England ha comunicato che avrebbe mantenuto al livello di £375 miliardi lo stock di attività finanziarie acquistate, subordinatamente alle stesse condizioni annunciate per la forward guidance sui tassi ufficiali. Nel dicembre 2013 la Federal Reserve ha reso noto che a partire da gennaio avrebbe gradualmente ridotto il proprio programma di acquisti su vasta scala di attività finanziarie. Sebbene da allora il ritmo di questo rientro graduale (il cosiddetto "tapering") sia stato costante, la fase che ha preceduto l'annuncio di dicembre si è dimostrata una sfida sul piano della comunicazione (Capitolo II). Al momento in cui si scrive i mercati prevedono che il programma di acquisti si concluda entro la fine del 2014.

Nelle economie avanzate minori l'inflazione è inferiore all'obiettivo e il debito è elevato

Grafico V.3



¹ Scostamento dell'inflazione dall'obiettivo di inflazione della banca centrale o dal punto centrale dell'intervallo obiettivo della banca centrale per tutte le economie riportate nel diagramma di sinistra. ² Somma delle misure del debito e del reddito di tutte le economie riportate nel diagramma di sinistra.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali.

Per contro, nell'aprile 2013 la Bank of Japan ha annunciato un programma di allentamento monetario quantitativo e qualitativo (QQE) come principale strumento per superare il retaggio di deflazione che da tempo affliggeva il Giappone. In seguito il bilancio della banca centrale si è rapidamente espanso, passando da meno del 35% a oltre il 50% del PIL agli inizi del 2014.

Di riflesso alle migliorate condizioni finanziarie nell'area dell'euro, il bilancio della BCE ha continuato a ridursi in rapporto al PIL, poiché le banche hanno diminuito il ricorso al credito della banca centrale, anche attraverso le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. A oggi la banca centrale non ha ancora attivato il programma di operazioni definitive monetarie (acquisti su larga scala di titoli sovrani sui mercati secondari nel rispetto di rigorose condizioni). Tuttavia, agli inizi di giugno del 2014 ha annunciato che avrebbe avviato più avanti nell'anno operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine per favorire il credito bancario alle famiglie e alle imprese non finanziarie. Per giunta, la BCE ha deciso di intensificare i preparativi finalizzati agli acquisti definitivi nel mercato degli asset-backed securities.

Anche nelle economie avanzate minori i tassi ufficiali sono rimasti molto bassi (grafico V.3, diagramma di sinistra). La Bank of Canada ha lasciato il tasso di riferimento all'1,0% e adeguato la sua forward guidance, posticipando la data prospettata per un modesto rientro dall'indirizzo accomodante. Sullo sfondo di un'inflazione generale ancora prossima o inferiore allo zero, la Banca nazionale svizzera ha lasciato invariata a 0-25 punti base la fascia obiettivo fissata per il Libor a tre mesi e ha mantenuto il valore massimo per il tasso di cambio rispetto all'euro. La Norges Bank ha mantenuto i tassi all'1,5% di fronte al venir meno delle pressioni disinflazionistiche nel corso dell'anno. Alcune banche centrali di questo gruppo di economie hanno invece modificato i tassi di riferimento. Per sostenere la ripresa, la Reserve Bank of Australia ha ridotto a due riprese il tasso ufficiale, fino al 2,5%.

La forward guidance in presenza di tassi ufficiali alla soglia zero^①

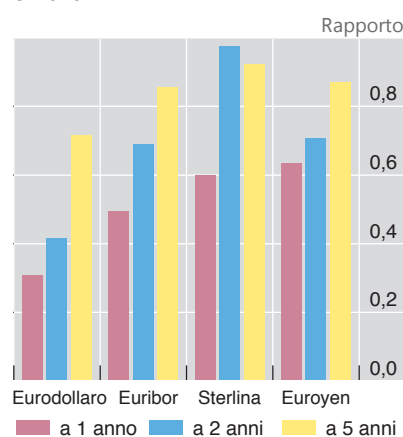
L'obiettivo della forward guidance in presenza di tassi ufficiali alla soglia zero è stato quello di chiarire le intenzioni delle banche centrali riguardo all'andamento futuro dei tassi ufficiali. Questo tipo di indicazione può di per sé stimolare l'economia laddove indichi che i tassi ufficiali rimarranno probabilmente su livelli bassi per un periodo di tempo maggiore rispetto a quanto i mercati si attendevano. La forward guidance può inoltre ridurre l'incertezza, abbassando così la volatilità dei tassi di interesse e, per il tramite di questo canale, anche i premi al rischio.

L'efficacia della forward guidance dipende da tre presupposti fondamentali. In primo luogo, le indicazioni prospettiche devono essere chiare. In teoria, è possibile fare maggiore chiarezza esplicitando a quali condizioni verrà mantenuto l'orientamento prospettato. Ove tali condizioni fossero troppo complesse, tuttavia, renderne noti i dettagli potrebbe creare confusione. In secondo luogo, occorre che la forward guidance venga considerata come un impegno credibile: il pubblico deve cioè credere quello che dice la banca centrale. Quanto più salda sarà la convinzione del pubblico, tanto maggiore sarà l'impatto probabile sulle aspettative dei mercati e sulle decisioni economiche, ma anche il rischio di un'indesiderata riduzione del margine di flessibilità della banca centrale. Infine,

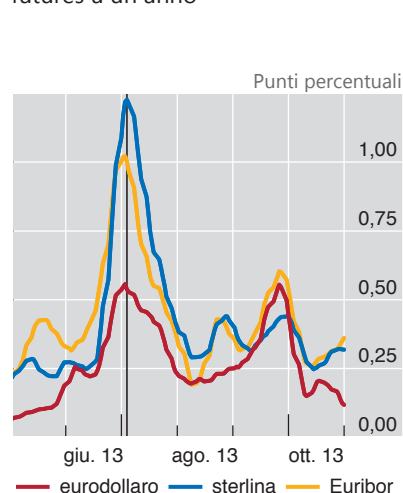
L'efficacia della forward guidance in presenza di tassi ufficiali alla soglia zero appare limitata

Grafico V.A

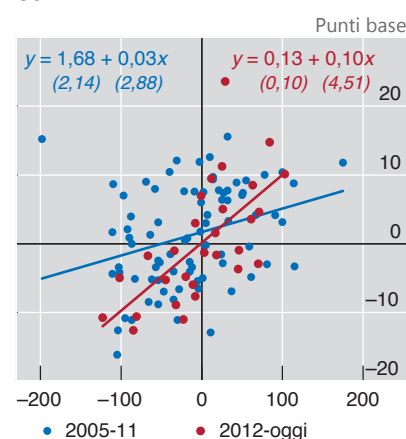
Volatilità dei tassi futures nei periodi di forward guidance rispetto ai periodi di forward guidance scarsa o nulla^{1,2}



Effetti sulla volatilità del tasso futures a un anno^{1,3}



Risposta del rendimento decennale alle sorprese sull'occupazione dipendente nel settore non agricolo USA⁴



¹ Volatilità relativa ai contratti futures sul tasso interbancario a tre mesi; deviazione standard su 10 giorni delle variazioni giornaliere dei prezzi. ² Un valore inferiore a 1 indica che i periodi di maggiore forward guidance hanno ridotto la misura della volatilità, corrispondente alla media della volatilità realizzata a 10 giorni; quanto minore è il rapporto, tanto maggiore è la riduzione della volatilità. Periodi di maggiore forward guidance: Federal Reserve = 9 agosto 2011-oggi; BCE = 4 luglio 2013-oggi; Bank of England (BoE) = 7 agosto 2013-oggi; Bank of Japan (BoJ) = 5 ottobre 2010-3 aprile 2013. Periodi senza forward guidance o con una forward guidance meno esplicita: Federal Reserve = 16 dicembre 2008-8 agosto 2011 (forward guidance qualitativa); BCE = 8 maggio 2009-3 luglio 2013; BoE = 6 marzo 2009-3 luglio 2013; BoJ = 22 dicembre 2008-4 ottobre 2010. ³ Medie mobili centrate a 10 giorni. La linea verticale indica il 4 luglio 2013, data in cui la BCE ha fornito indicazioni prospettiche qualitative e la Bank of England ha commentato sull'evoluzione dei tassi ufficiali attesa dai mercati. ⁴ Sull'asse delle ascisse è riportata la sorpresa relativa alla variazione dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo statunitense, calcolata come differenza fra il dato effettivo e quello desunto dalle indagini, in migliaia. Sull'asse delle ordinate è riportata la variazione a un giorno del rendimento sul titolo del Tesoro a 10 anni, calcolata come valore di fine giornata nel giorno di annuncio meno valore di fine giornata nel giorno precedente. Fra parentesi è riportato il valore della statistica *t*.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

anche qualora la forward guidance sia compresa e creduta, la sua interpretazione da parte del pubblico deve essere in linea con le intenzioni della banca centrale. Ad esempio, la comunicazione dell'intenzione di mantenere i tassi ufficiali alla soglia zero più a lungo di quanto atteso dal mercato potrebbe essere fraintesa come il segnale di prospettive economiche più pessimistiche, nel qual caso gli effetti negativi sulla fiducia degli agenti contrasterebbero l'auspicato stimolo.

L'esperienza maturata con la forward guidance indica che tale politica è riuscita a influenzare i mercati su determinati orizzonti temporali. Essa ha ridotto la volatilità del mercato finanziario relativamente ai tassi di interesse attesi sugli orizzonti brevi, ma non altrettanto sugli orizzonti più lunghi (grafico V.A, diagramma di sinistra). Ciò concorda con l'idea che i mercati considerino la forward guidance un impegno condizionale, valido soltanto per l'andamento futuro di breve periodo dei tassi di interesse. Vi sono inoltre evidenze del fatto che la forward guidance incida sulla sensibilità dei tassi di interesse alle notizie economiche. La reattività della volatilità dei tassi di interesse nell'area dell'euro e nel Regno Unito alla volatilità dei tassi statunitensi è considerevolmente calata dopo che la BCE e la Bank of England hanno adottato politiche di forward guidance nell'estate 2013 (grafico V.A, diagramma centrale). Le evidenze indicano inoltre che la forward guidance ha reso i mercati più sensibili all'andamento degli indicatori cui fa riferimento. Ad esempio, dal 2012 i rendimenti obbligazionari statunitensi a 10 anni sono divenuti più sensibili agli annunci di dati diversi dalle attese ("sorprese") relativi all'occupazione dipendente nei settori non agricoli (grafico V.A, diagramma di destra); una possibile interpretazione è che le notizie indicative di una ripresa più vigorosa abbiano teso ad anticipare il momento in cui, secondo le attese, la disoccupazione sarebbe scesa al disotto del valore di riferimento, creando le premesse per un aumento dei tassi ufficiali.

La forward guidance sui tassi ufficiali comporta altresì una serie di rischi. Laddove il pubblico non comprenda appieno le condizioni che l'accompagnano, la reputazione e la credibilità della banca centrale potrebbero essere messe a repentaglio in caso di revisioni frequenti e significative del sentiero prospettato per i tassi di interesse, anche qualora tali revisioni rispettino le condizioni originariamente esplicitate. La forward guidance può inoltre dare adito a rischi per la stabilità finanziaria, e ciò in due modi. Anzitutto, nel caso in cui i mercati finanziari focalizzino strettamente l'attenzione sulle indicazioni prospettiche fornite dalla banca centrale, una ricalibrazione di tali indicazioni potrebbe indurre reazioni di mercato destabilizzanti. Ma quel che è più importante è che la forward guidance potrebbe creare la percezione di un ritardo nel ritmo di normalizzazione della politica monetaria, incoraggiando un'assunzione eccessiva di rischio e favorendo così la creazione di vulnerabilità finanziarie.

① Per un'analisi più dettagliata, cfr. A. Filardo e B. Hofmann, "La forward guidance in presenza di tassi ufficiali prossimi allo zero", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2014 (versione integrale disponibile soltanto in inglese).

La Sveriges Riksbank ha abbassato il tasso di 25 punti base, a 75 punti base, in un contesto di inflazione persistentemente inferiore all'obiettivo. Per contro, di fronte ai segni di un'accelerazione congiunturale e alle aspettative di un aumento delle spinte inflazionistiche, la Reserve Bank of New Zealand ha innalzato il tasso di riferimento in tre occasioni, per complessivi 75 punti base, portandolo al 3,25%.

Nel complesso, le politiche delle banche centrali in molte economie avanzate minori sono state fortemente influenzate dall'evoluzione dei tassi di inflazione, che risultavano in media di quasi 1 punto percentuale inferiori agli obiettivi già dagli inizi del 2012 (grafico V.3, diagramma centrale), e la perdurante disinflazione ha portato numerose banche centrali a rivedere al ribasso le previsioni sull'evoluzione dei pezzi.

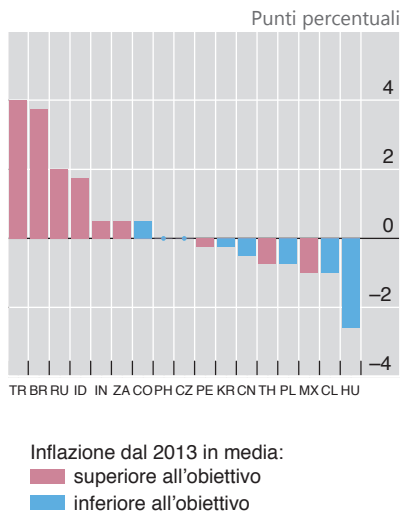
Per giunta, molte di queste banche centrali hanno dovuto soppesare gli effetti macroeconomici a breve termine di una bassa inflazione e di una ripresa economica stentata a fronte dei rischi a più lungo termine di un accumulo di squilibri finanziari (Capitolo IV). L'indebitamento delle famiglie, già elevato e in crescita, aveva raggiunto in media il 175% circa del reddito netto disponibile a fine 2013 (grafico V.3, diagramma di destra). Con tali livelli di debito, e stante la prospettiva di un loro ulteriore incremento favorito dalle politiche monetarie accomodanti, queste economie risultavano vulnerabili a un brusco deterioramento delle condizioni economiche e finanziarie. Nelle giurisdizioni dove i prezzi delle abitazioni erano elevati non si poteva escludere il pericolo di una correzione disordinata degli squilibri del settore delle famiglie.

Nelle EME le banche centrali hanno dovuto fronteggiare varie sfide che si ponevano all'indomani di una vigorosa ripresa dalla crisi, ripresa che si è peraltro indebolita di recente. Una di queste sfide riguardava gli episodi di volatilità del mercato finanziario associati alle spinte al ribasso sui tassi di cambio (Capitolo II).

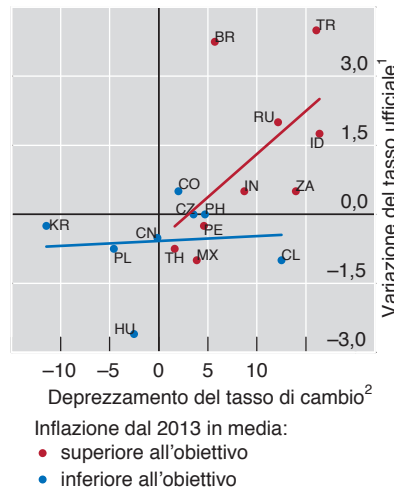
Nelle EME le autorità reagiscono alle tensioni di mercato mentre aumentano i timori per la stabilità

Grafico V.4

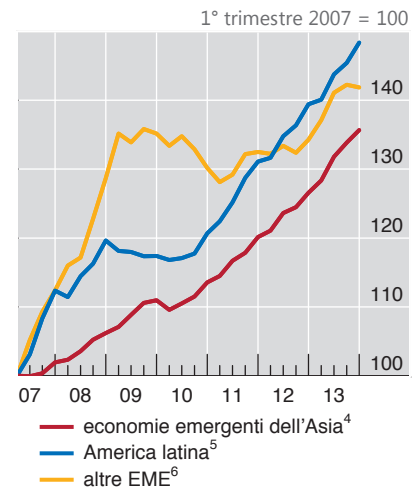
La variazione dei tassi ufficiali dall'aprile 2013 ...¹



... è collegata all'andamento del tasso di cambio e dell'inflazione



Rapporto credito/PIL³



BR = Brasile; CL = Cile; CN = Cina; CO = Colombia; CZ = Repubblica Ceca; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = Messico; PE = Perù; PH = Filippine; PL = Polonia; RU = Russia; TH = Thailandia; TR = Turchia; ZA = Sudafrica.

¹ Tasso ufficiale nominale o alternativa più prossima; per la Cina, tasso pronti contro termine a sette giorni; variazioni dal 1° aprile 2013 al 6 giugno 2014, in punti percentuali. ² Variazioni percentuali del tasso di cambio effettivo nominale dal 1° aprile 2013 al 6 giugno 2014. Un valore positivo (negativo) indica un deprezzamento (apprezzamento). ³ Per ciascun gruppo, media semplice delle economie elencate. ⁴ Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. ⁵ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù. ⁶ Arabia Saudita, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; BRI.

In generale, i buoni risultati macroeconomici del passato hanno contribuito a schermare molte EME, concedendo loro un certo margine di manovra, ma solo fino a un certo punto. I paesi che più ne hanno fatto le spese sono stati quelli in condizioni economiche e finanziarie più deboli. In molti di loro, le banche centrali hanno utilizzato lo strumento dei tassi ufficiali per difendere la moneta nazionale (grafico V.4, diagramma di sinistra). Fra l'aprile 2013 e gli inizi di giugno 2014 l'inasprimento monetario netto è stato in diversi casi considerevole, pari a 400 punti base in Turchia (dove in gennaio la banca centrale ha alzato i tassi di 500 punti in una sola giornata) e a 200 e 175 punti base rispettivamente in Russia e Indonesia. In India e in Sudafrica i tassi sono stati aumentati di 50 punti. Il Brasile ha innalzato i tassi gradualmente nel periodo, per complessivi 375 punti base, mentre il deprezzamento del real e altri fattori contribuivano a mantenere elevate le pressioni inflazionistiche. La risposta delle autorità di varie EME al deprezzamento esterno della moneta è sembrata dipendere in parte dalla loro recente esperienza di inflazione (grafico V.4, diagramma centrale). Laddove l'inflazione era superiore al valore obiettivo, le pressioni al ribasso sulle monete nazionali sono state tendenzialmente più forti e i tassi ufficiali sono aumentati di più. Dove invece l'inflazione era pari o inferiore al livello programmato, non si è ravvisata alcuna relazione di questo tipo.

Le autorità monetarie delle EME meno colpite da deflussi di capitali e pressioni valutarie hanno goduto di un maggior spazio di manovra per reagire ad altri sviluppi. In Cile e in Messico le banche centrali hanno ridotto i tassi ufficiali allorché le rispettive economie hanno dato segni di rallentamento. Nella Repubblica Ceca,

di fronte a un calo dell'inflazione al disotto dell'obiettivo, il tasso ufficiale è rimasto basso e la banca centrale ha deciso di impiegare il tasso di cambio come strumento aggiuntivo di accomodamento monetario adottando un tetto massimo per il valore della corona nei confronti dell'euro. La Polonia ha precocemente ridotto i tassi a più riprese in un contesto di perduranti pressioni disinflazionistiche. La banca centrale della Cina ha mantenuto il proprio orientamento, con un leggero rallentamento della crescita della moneta e del credito, di fronte all'aumentare delle preoccupazioni per la stabilità finanziaria, specie in relazione all'espansione del settore finanziario non bancario.

Lo scorso anno diverse EME hanno anche effettuato operazioni in valuta nell'intento di assorbire indesiderate pressioni al ribasso sul cambio della propria moneta. Le riserve valutarie delle EME hanno comunque continuato a crescere nel loro complesso, e in particolare nel caso della Cina (tabella V.1 allegata). In varie altre EME, tuttavia, come Brasile, Indonesia, Russia e Thailandia, le riserve valutarie hanno fatto registrare un calo, spesso per la prima volta da molti anni.

L'espansione del credito in molte EME sta destando crescenti timori per la stabilità finanziaria, specie nel contesto di volatilità dei mercati finanziari. Per il gruppo di EME qui considerato, il rapporto credito/PIL è aumentato in media di circa il 40% dal 2007 al 2013 (grafico V.4, diagramma di destra). Per le banche centrali di questi paesi rimangono interrogativi su quale sia la migliore combinazione di strumenti monetari, macroprudenziali e di gestione dei flussi di capitali.

Le principali sfide per la politica monetaria

Le banche centrali si trovano a dover affrontare varie sfide significative. Nelle economie avanzate maggiori in ripresa da una recessione patrimoniale (ossia una recessione indotta da una crisi finanziaria e da un accumulo insostenibile di debito) la sfida fondamentale consiste nel calibrare adeguatamente l'orientamento della politica monetaria, in un momento in cui quest'ultima pare aver perso parte della sua capacità di stimolare l'economia. Per molte EME ed economie avanzate minori, la sfida principale riguarda invece la formazione di vulnerabilità finanziarie e il rischio di un'accresciuta volatilità dei flussi di capitali, problemi acuiti dalle ripercussioni internazionali delle politiche monetarie. In varie parti del mondo numerose banche centrali sono alle prese con le inaspettate pressioni disinflazionistiche che si sono materializzate lo scorso anno. In prospettiva vi è poi la questione dei tempi e della gradualità della normalizzazione monetaria.

Scarsa efficacia della politica monetaria

Le banche centrali hanno svolto un ruolo determinante nel contenere le ricadute della crisi finanziaria. Tuttavia, a dispetto degli ultimi sei anni di allentamento monetario nelle principali economie avanzate, la ripresa è stata insolitamente lenta (Capitolo III). Questa constatazione solleva interrogativi circa l'efficacia di politiche monetarie espansive all'indomani della crisi.

L'efficacia è stata limitata per due motivi di ordine generale: la soglia zero raggiunta dai tassi ufficiali nominali e il lascito delle recessioni patrimoniali. In primo luogo, la soglia zero dei tassi di interesse vincola la capacità delle banche centrali di abbassare i tassi ufficiali e di stimolare la domanda. Ciò spiega i tentativi di imprimere impulsi addizionali attraverso la gestione delle aspettative sul futuro andamento dei tassi di riferimento e gli acquisti su vasta scala di attività finanziarie. Ma anche queste politiche hanno dei limiti. Ad esempio, i premi a termine e i differenziali per il rischio di credito in numerosi paesi sono già assai bassi (grafico II.2) e non possono più

scendere di molto. Inoltre, la presenza di premi a termine molto bassi e talora persino negativi riduce i profitti provenienti dalla trasformazione delle scadenze, e può di fatto ridurre gli incentivi delle banche a concedere credito. Inoltre, il margine per portare i tassi di interesse in territorio negativo è assai limitato e l'efficacia di questa misura è incerta. L'impatto sull'erogazione di credito è dubbio, e il ristretto spazio di riduzione dei tassi attutisce l'effetto sul tasso di cambio, che a sua volta dipende anche dalla reazione di altri agenti. In generale, una volta raggiunta la soglia zero dei tassi, diventa sempre più difficile imprimere stimoli addizionali.

In secondo luogo, l'efficacia della politica monetaria è inibita dagli effetti delle recessioni patrimoniali. In parte ciò è dovuto a fattori finanziari. Quando il settore finanziario è in condizioni precarie, l'offerta di credito è meno reattiva a riduzioni dei tassi di interesse. E la domanda di credito dei settori non finanziari è ridotta: essi stanno cercando anzi di rimborsare il debito contratto sulla base di aspettative di reddito troppo ottimistiche. Questo spiega perché una "ripresa senza credito" è la norma in siffatte circostanze (Capitolo III). Ma il lascito delle recessioni patrimoniali attiene in parte anche a fattori non finanziari. L'allocazione distorta di capitale e lavoro che si accompagna a boom finanziari insostenibili può pregiudicare la forza traente delle politiche di gestione della domanda, in quanto queste affrontano soltanto i sintomi del problema, anziché le sue cause. Ad esempio, il settore delle costruzioni residenziali sarebbe normalmente più sensibile di molti altri a una diminuzione dei tassi di interesse, ma si è dilatato in modo eccessivo durante il boom. L'evidenza storica mostra che la correlazione positiva fra il grado di accomodamento monetario durante le recessioni e il vigore della susseguente ripresa viene meno quando la recessione si associa a una crisi finanziaria (riquadro V.B). Per giunta, il disindebitamento durante la recessione, a prescindere da come sia misurato, conduce in ultima istanza a una ripresa più robusta.

Tutto ciò non significa che l'accomodamento monetario non abbia alcun ruolo da svolgere nella ripresa da una recessione patrimoniale. Anzi, un certo grado di accomodamento era chiaramente necessario nelle prime fasi della crisi finanziaria per contenerne le ricadute. La relativa inefficacia della politica monetaria significa però che essa non può surrogare le misure volte ad affrontare i problemi di fondo promovendo il necessario risanamento dei bilanci e le riforme strutturali.

Laddove non venga riconosciuta, la limitata efficacia della politica monetaria implica che si cerchi inutilmente di impiegare le stesse misure più a lungo o più vigorosamente. Ciò porterà non soltanto a progressi inadeguati, ma anche all'amplificazione degli effetti collaterali indesiderati, molti dei quali sono stati messi in evidenza dal periodo post-crisi². In particolare, un allentamento monetario aggressivo e protratto nel tempo diminuisce l'incentivo a risanare i bilanci e ad attuare le necessarie riforme strutturali, ostacolando così la dovuta riallocazione delle risorse. Esso può anche favorire un'eccessiva assunzione di rischio nei mercati finanziari (Capitolo II), nonché generare ripercussioni indesiderate in altre economie che si trovano a uno stadio differente dei rispettivi cicli finanziario ed economico (si veda oltre). In altre parole, in presenza di un'efficacia limitata della politica, il bilancio costi-benefici di un prolungato accomodamento monetario si deteriora con il tempo.

² Cfr. J. Caruana, "Hitting the limits of 'outside the box' thinking? Monetary policy in the crisis and beyond", intervento alla OMFIF Golden Series Lecture, Londra, 16 maggio 2013.

L'efficacia della politica monetaria dopo una recessione patrimoniale

L'esperienza storica corrobora la tesi secondo cui una politica monetaria accomodante durante una normale fase di contrazione congiunturale contribuisce a rafforzare la successiva ripresa. Questa relazione, tuttavia, non è statisticamente significativa dopo le contrazioni associate a crisi finanziarie. In altri termini, quando i cicli economici sono accompagnati da una crisi, la relazione fra la media dei tassi di interesse reali a breve termine durante la contrazione e la media dei tassi di crescita durante la ripresa successiva non presenta più il segno che ci si attenderebbe nel caso di un ciclo economico senza crisi (grafico V.B, diagramma di sinistra).

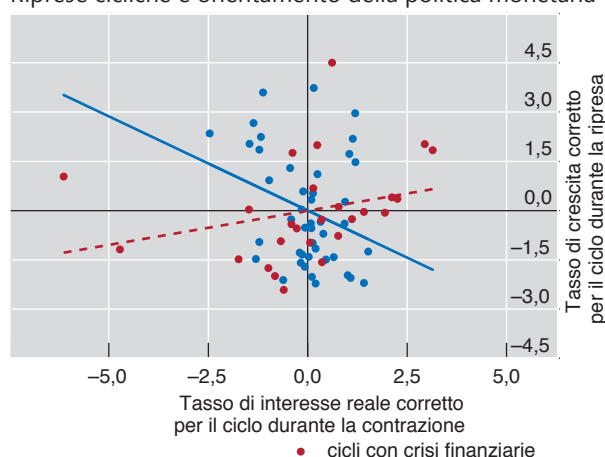
Una possibile spiegazione è che le pressioni per una riduzione dell'indebitamento dopo la crisi rendano l'economia meno sensibile ai tassi di interesse. L'evidenza indica infatti che, contrariamente a quanto osservabile nelle normali recessioni, un fattore decisivo per rafforzare le riprese dalle recessioni patrimoniali consiste nella riduzione dell'indebitamento del settore privato (grafico V.B, diagramma di destra).

Nella ripresa da recessioni patrimoniali la politica monetaria perde efficacia, mentre è cruciale ridurre l'indebitamento¹

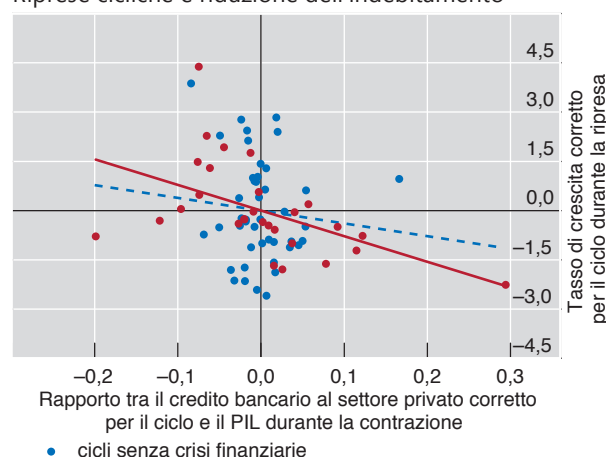
In percentuale

Grafico V.B

Riprese cicliche e orientamento della politica monetaria



Riprese cicliche e riduzione dell'indebitamento



¹ Le rette di regressione continue (tratteggiate) indicano che la relazione è (non è) statisticamente significativa. Per un campione di 24 economie dalla metà degli anni sessanta. Le contrazioni sono definite come periodi di calo del PIL in termini reali e le riprese come periodi che terminano con un livello di PIL in termini reali superiore al precedente picco. I dati coprono 65 cicli, inclusi 28 cicli in cui si è verificata una crisi finanziaria appena prima del picco. Le osservazioni del ciclo sono corrette in funzione della gravità della recessione precedente e del tasso di interesse al picco ciclico. Cfr. Bech, Gambacorta e Kharroubi (2014) per maggiori dettagli.

Fonti: M. Bech, L. Gambacorta ed E. Kharroubi, "Monetary policy in a downturn: are financial crises special?", *International Finance*, vol. 17, primavera 2014, pagg. 99-119 (disponibile anche come *BIS Working Papers*, n. 388, www.bis.org/publ/work388.pdf); OCSE; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

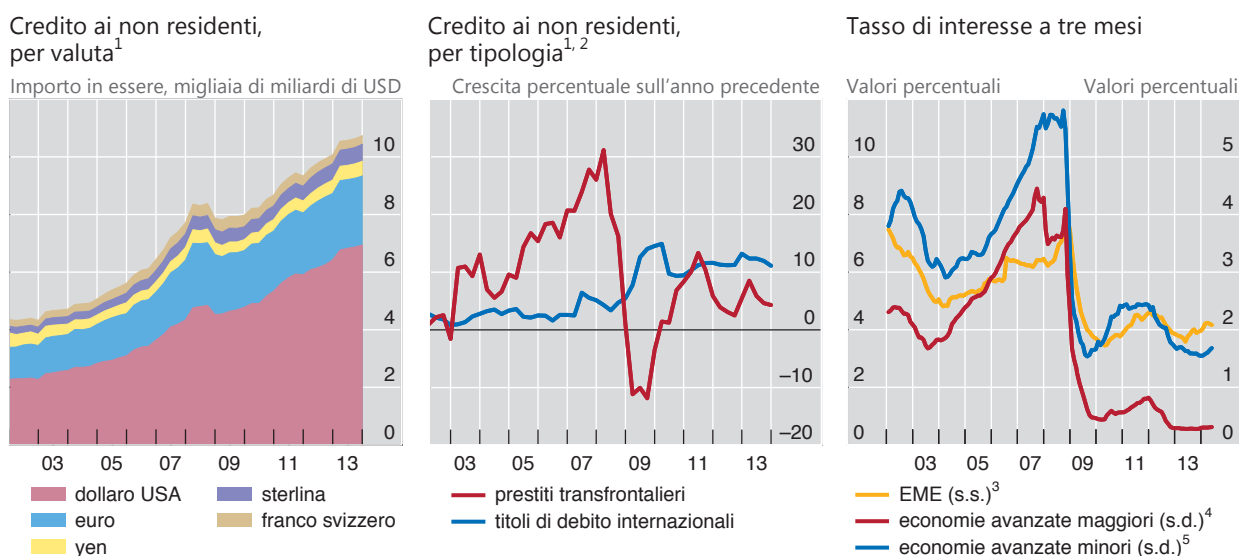
Ripercussioni internazionali delle politiche monetarie

Le EME e le economie avanzate minori hanno dovuto fare i conti con le ripercussioni delle politiche monetarie accomodanti perseguite nelle principali economie avanzate. Tali ripercussioni si trasmettono attraverso i flussi finanziari transfrontalieri e i prezzi delle attività (compresi i tassi di cambio), nonché attraverso la risposta delle autorità³.

³ Cfr. J. Caruana, "International monetary policy interactions: challenges and prospects", intervento alla conferenza CEMLA-SEACEN di Punta del Este, Uruguay, 16 novembre 2012.

Aumenta l'indebitamento globale in valuta estera in presenza di un comovimento dei tassi di interesse a breve termine

Grafico V.5



¹ Ai tassi di cambio di fine 2013. Per ciascuna moneta, credito a favore di prestatori non finanziari residenti fuori dal paese o dall'area di emissione della rispettiva moneta. Il credito comprende i prestiti ai soggetti non bancari e i titoli di debito di emittenti non finanziari. Per i paesi non dichiaranti alla BRI, i prestiti erogati dalle banche locali ai residenti locali in ciascuna moneta riportata sono approssimati dai prestiti transfrontalieri ricevuti dalle rispettive banche, ipotizzando che tali fondi siano successivamente prestati a soggetti non bancari. ² In base alla somma del credito nelle valute riportate nel diagramma di sinistra. ³ Media semplice di Arabia Saudita, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia, Turchia e Ungheria. ⁴ Media semplice di area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. ⁵ Media semplice di Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera.

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche BRI sui titoli di debito internazionali e statistiche bancarie BRI su base locale per residenza.

Le politiche monetarie molto accomodanti nelle principali economie avanzate influenzano l'assunzione di rischio e quindi i rendimenti delle attività denominate nelle diverse valute. Di conseguenza, lo straordinario accomodamento può provocare in altri paesi forti aggiustamenti nei prezzi delle attività e nei flussi finanziari. E poiché i mercati finanziari delle EME si sono sviluppati e sono divenuti più integrati con il resto del mondo, la forza di tali interazioni è cresciuta. Ad esempio, negli ultimi anni i rendimenti delle obbligazioni in moneta locale fanno osservare un più stretto comovimento⁴.

Il dollaro USA e le altre valute internazionali hanno un ruolo determinante in tale contesto. Essendo utilizzate diffusamente all'esterno del paese di emissione, esse hanno un influsso diretto sulle condizioni finanziarie internazionali. Si consideri ad esempio che il credito in dollari USA in essere al di fuori degli Stati Uniti ammontava a circa \$7 000 miliardi a fine 2013 (grafico V.5, diagramma di sinistra). Allorché i tassi di interesse espressi nelle valute internazionali sono bassi, per i mutuatari delle EME è più conveniente indebitarsi in queste valute, e coloro che già lo hanno fatto a tassi variabili beneficiano di costi di finanziamento ridotti. Prima della crisi i flussi di finanziamenti in dollari USA in particolare erano generati dai

⁴ Cfr. P. Turner, "The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs", *BIS Working Papers*, n. 441, febbraio 2014.

prestiti bancari transfrontalieri; dal 2008, invece, si è fortemente espansa l'attività nei mercati dei capitali internazionali (grafico V.5, diagramma centrale)⁵.

Anche la risposta delle autorità è un aspetto importante. Per le banche centrali risulta difficile operare con tassi di riferimento molto diversi da quelli prevalenti nelle valute principali, specie il dollaro USA. I timori legati a iperreazioni del cambio e afflussi di capitali fanno sì che esse siano riluttanti ad accettare differenziali di interesse ampi e potenzialmente volatili, il che contribuisce a un'elevata correlazione dei movimenti dei tassi di interesse a breve termine (grafico V.5, diagramma di destra). In effetti, stanno crescendo le indicazioni che i tassi ufficiali USA influenzano significativamente quelli di altri paesi (riquadro V.C).

Pertanto, la presenza di tassi di interesse molto bassi nelle principali economie avanzate pone le banche centrali degli altri paesi di fronte a un dilemma. Se da un lato un allineamento del proprio tasso di riferimento con quelli molto bassi presenti all'estero contribuisce a limitare le pressioni al rialzo sul cambio e gli afflussi di capitali, dall'altro esso può anche alimentare boom finanziari e favorire quindi la formazione di vulnerabilità. In effetti, vi sono indicazioni che i paesi in cui i tassi ufficiali sono stati più bassi in relazione ai parametri tradizionali (che considerano l'andamento del prodotto e dell'inflazione) sono anche quelli che hanno avuto i boom creditizi più forti (Capitolo IV).

Per affrontare questo dilemma le banche centrali hanno fatto ampiamente ricorso a strumenti macroprudenziali. Questi sono risultati assai utili per accrescere la resilienza del sistema finanziario, ma soltanto parzialmente efficaci nel contenere la formazione di squilibri finanziari (Capitolo IV e riquadro VI.D). Una delle principali ragioni è che, al pari delle misure di gestione dei movimenti di capitali, tali strumenti sono esposti all'arbitraggio regolamentare. L'implicazione è che non basta fare affidamento esclusivamente su provvedimenti macroprudenziali e che questi devono in generale essere integrati da un'azione di politica monetaria. A differenza degli strumenti macroprudenziali, il tasso ufficiale è una determinante del prezzo della leva finanziaria in una data valuta a livello di intera economia, sicché il suo impatto è più pervasivo e meno eludibile. I paesi che ricorrono più vigorosamente alla politica monetaria a integrazione della politica macroprudenziale devono accettare una maggiore flessibilità del tasso di cambio.

Non impiegare la politica monetaria può dare adito a sfide ancora maggiori in futuro. Lasciare che si accumulino progressivamente squilibri finanziari accresce la vulnerabilità di un paese a una possibile correzione, provocando danni peggiori e innescando con ogni probabilità anche una crisi esterna. Ma se gli squilibri non si correggono e il paese è colpito da uno shock esterno, per la banca centrale sarà molto difficile innalzare i tassi di interesse senza generare quello stress finanziario che cercava proprio di evitare. Nelle EME e nelle economie avanzate minori non si sono finora verificate vere e proprie contrazioni finanziarie, ma i paesi dove la crescita del credito era stata relativamente elevata si sono dimostrati più vulnerabili alle turbative di mercato del maggio-giugno 2013 (Capitolo II). Ciò mostra come un inasprimento più graduale ma a uno stadio precoce sia preferibile a un inasprimento differito nel tempo ma più brusco: le risposte ritardate provocano un aggiustamento più doloroso.

Le ripercussioni internazionali dirompenti delle politiche monetarie hanno messo in luce carenze nel sistema monetario internazionale. Per le principali economie avanzate è stato evidentemente difficile tenere pienamente conto di

⁵ Cfr. R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, "Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage", *Economic Policy*, di prossima pubblicazione.

L'impatto della politica monetaria USA sui tassi ufficiali nelle EME: evidenze dalle regole di Taylor

Al fine di valutare l'impatto della politica monetaria statunitense sui tassi ufficiali nelle EME è possibile stimare per ciascuna di queste economie un'equazione di Taylor aumentata, dove il tasso ufficiale è modellizzato come funzione del tasso di inflazione interno, dell'output gap interno e del tasso ufficiale "ombra" degli Stati Uniti¹. Il tasso ombra è costruito in modo da rilevare l'impatto delle misure non convenzionali di politica monetaria della Federal Reserve, come i programmi di acquisto su larga scala di attività finanziarie. Il campione è formato da 20 EME nel periodo 1° trimestre 2000-3° trimestre 2013.

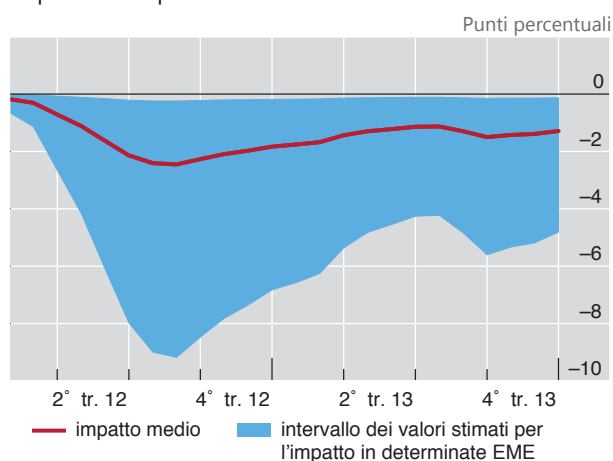
L'impatto della politica monetaria statunitense risulta statisticamente significativo per 16 EME su 20. Dal 2012 l'allentamento monetario negli Stati Uniti si è associato a una riduzione media di 150 punti base dei tassi ufficiali delle EME (grafico V.C, diagramma di sinistra), sebbene l'impatto vari considerevolmente a seconda delle economie e del periodo. La risposta dei tassi ufficiali delle EME all'inflazione è stata spesso più blanda di quanto prescritto dalla regola di Taylor convenzionale. Questi risultati concordano con il riscontro che i tassi ufficiali nelle EME sono stati, nell'ultimo decennio, inferiori al livello giustificato dalle condizioni macroeconomiche interne in base alle regole di Taylor standard (grafico V.C, diagramma di destra).

Per quanto statisticamente robusti e in linea con le analisi condotte in altri studi², questi risultati vanno interpretati con cautela. La misurazione di variabili non osservabili, come l'output gap, presenta innumerevoli difficoltà. Persino il tasso ufficiale potrebbe non essere una misura accurata delle condizioni monetarie, poiché per influire su tali condizioni le banche centrali delle EME hanno fatto crescente ricorso a misure diverse dalla manovra dei tassi di interesse. Inoltre, pur essendo rappresentativi per le banche centrali delle EME nel loro insieme, i risultati non sono necessariamente validi per le singole banche centrali.

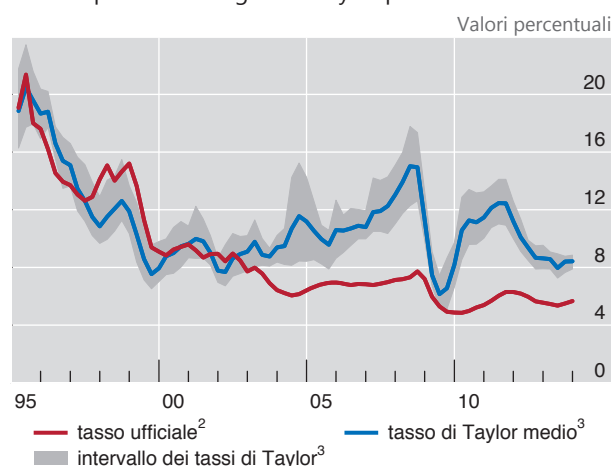
La politica monetaria USA ha forti ripercussioni sulla fissazione dei tassi ufficiali nelle EME

Grafico V.C

Impatto della politica monetaria statunitense¹



Tassi impliciti nella regola di Taylor per le EME



¹ Componente dell'equazione di Taylor aumentata determinata dal tasso ufficiale ombra statunitense nei casi in cui risulta significativa al livello del 5%. Dati relativi a Brasile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, India, Indonesia, Israele, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore (tasso overnight), Sudafrica, Turchia e Ungheria. ² Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005 dei tassi di cambio di Argentina, Brasile, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore, Sudafrica, Taipei Cinese, Thailandia e Ungheria. ³ Intervallo e media dei tassi impliciti nella regola di Taylor per tutte le combinazioni inflazione-output gap. Cfr. B. Hofmann e B. Bogdanova, "Regole di Taylor e politica monetaria: una 'Grande Deviazione' globale?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012 (versione integrale disponibile solo in inglese).

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; Bloomberg; CEIC; Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Ⓞ Per maggiori dettagli sulla stima, cfr. E. Takáts e A. Vela, "International monetary policy transmission", *BIS Papers*, di prossima pubblicazione. Il concetto di tasso ufficiale ombra è stato sviluppato da M. J. Lombardi e F. Zhu, "A shadow policy rate to calibrate US monetary

policy at the zero lower bound”, *BIS Working Papers*, n. 452, giugno 2014. © Cfr. ad esempio C. Gray, “Responding to the monetary superpower: investigating the behavioural spillovers of US monetary policy”, *Atlantic Economic Journal*, vol. 41, n. 2, 2013, pagg. 173-184; M. Spencer, “Updating Asian ‘Taylor rules’”, Deutsche Bank, *Global Economic Perspectives*, 28 marzo 2013; e J. Taylor, “International monetary policy coordination: past, present and future”, *BIS Working Papers*, n. 437, dicembre 2013.

queste ripercussioni. Qualora i boom finanziari dovessero sfociare in un tracollo, i costi per l’economia mondiale potrebbero essere alquanto elevati, anche perché il peso economico dei paesi in questione è notevolmente cresciuto. Riuscire a cogliere tali ripercussioni rimane un’importante sfida: richiede un apparato analitico in cui i fattori finanziari occupano un ruolo assai maggiore rispetto a quello che è loro riservato attualmente dalle autorità di politica monetaria, nonché una migliore comprensione delle interconnessioni a livello mondiale.

Disinflazione inattesa e rischi di deflazione

Lo scorso anno molte banche centrali hanno dovuto far fronte a inattese pressioni disinflazionistiche, in conseguenza delle quali l’inflazione è scesa, oppure è rimasta, al di sotto dei valori obiettivo. Le pressioni sono state particolarmente sorprendenti nelle economie avanzate, dove la tanto agognata ripresa pareva infine prendere slancio (Capitolo III). Rispondere a tali pressioni ha rappresentato una sfida fondamentale per le autorità monetarie.

Da un lato, a parità di altre condizioni, un’inflazione inaspettatamente inferiore all’obiettivo rende in genere opportuno un allentamento della politica monetaria. Dall’altro, tuttavia, la risposta appropriata dipende da vari altri fattori. Particolarmente importanti sono i costi e i benefici percepiti della disinflazione. Un altro fattore, come rilevato in precedenza, è la constatazione che l’efficacia della politica monetaria espansiva risulta limitata in presenza di tassi ufficiali alla soglia zero, specie nella ripresa da una recessione patrimoniale.

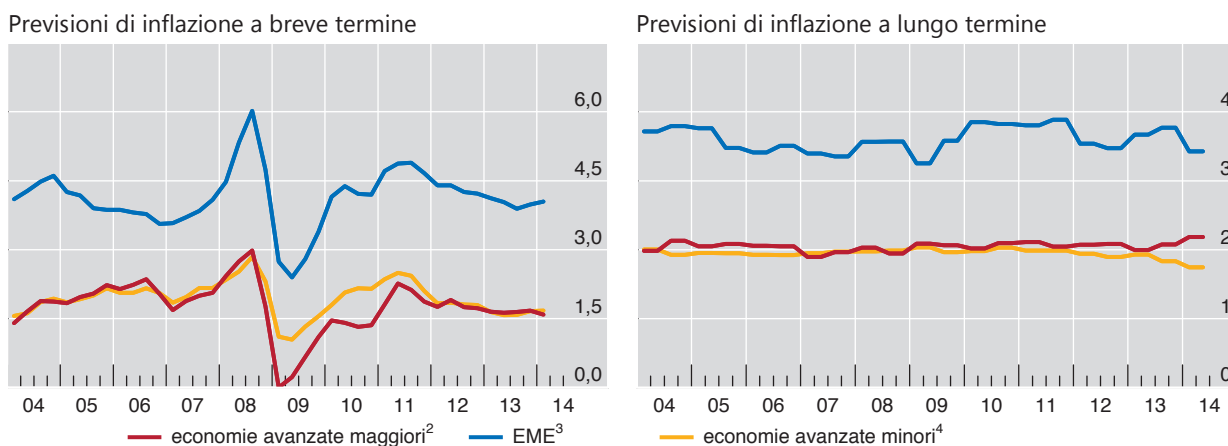
I recenti sviluppi fanno ritenere che la probabilità di pressioni disinflazionistiche persistenti sia bassa. Le aspettative di inflazione a lungo termine (da sei a 10 anni) sono rimaste ben ancorate fino al momento in cui si scrive (grafico V.6), il che fa ritenere che gli scostamenti dell’inflazione dall’obiettivo potrebbero essere transitori. In tali circostanze, è meno probabile che l’inflazione dei salari e l’inflazione dei prezzi si alimentino a vicenda. In altri termini, non si produrrebbero i cosiddetti “effetti di secondo impatto”. Ad esempio, alle pressioni disinflazionistiche ha contribuito negli ultimi anni il calo dei prezzi delle materie prime rispetto ai recenti massimi storici. Anche se questi prezzi dovessero soltanto stabilizzarsi ai livelli attuali senza rimbalzare a quelli precedenti, come sembra al momento in cui si scrive, le pressioni disinflazionistiche svanirebbero. Si tratta esattamente della medesima logica che ha indotto alcune banche centrali ad accettare, negli anni passati, un’inflazione persistentemente al di sopra del valore obiettivo. Certo, se l’ancoraggio delle aspettative di inflazione diminuisse, le pressioni disinflazionistiche assumerebbero una connotazione più preoccupante.

Anche quando le pressioni disinflazionistiche inattese si protraggono nel tempo, i costi potrebbero risultare inferiori a quanto comunemente ritenuto. Un aspetto rilevante è l’origine delle pressioni. È noto che i costi sono minori quando le pressioni sono generate da sviluppi positivi dal lato dell’offerta, anziché da una domanda insufficiente. Le recenti pressioni disinflazionistiche sono appunto dovute in parte a forze dal lato dell’offerta, in particolare alla maggiore concorrenza internazionale alimentata dalla protratta globalizzazione dell’economia reale (Capitolo III).

Solido ancoraggio delle aspettative di inflazione¹

Variazioni sull'anno precedente, in percentuale

Grafico V.6



¹ Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005 delle economie elencate. Le previsioni di inflazione a breve termine corrispondono alla media delle previsioni dell'inflazione dei prezzi al consumo a un anno, ricavate dalle previsioni di consenso per l'anno corrente e l'anno successivo; per l'India, inflazione dei prezzi all'ingrosso. Le previsioni di inflazione a lungo termine corrispondono alla media delle previsioni di consenso sull'inflazione dei prezzi al consumo a sei e a 10 anni; per l'India, inflazione dei prezzi all'ingrosso dopo il 4° trimestre 2011. Osservazioni semestrali (marzo/aprile e settembre/ottobre) convertite a frequenza trimestrale utilizzando un'interpolazione progressiva. ² Area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. ³ Brasile, Cile, Cina, Corea, Colombia, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Singapore, Thailandia, Turchia e Ungheria. ⁴ Australia, Canada, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera; per le previsioni di inflazione a lungo termine l'aggregato esclude l'Australia e la Nuova Zelanda.

Fonte: Consensus Economics.

Questa analisi sugli scostamenti per difetto dell'inflazione dall'obiettivo si applica anche ai cali effettivi e persistenti del livello dei prezzi; finora, sostanzialmente per le stesse ragioni, le banche centrali hanno ritenuto che il rischio di deflazione fosse trascurabile. In effetti, i dati storici indicano che le spirali deflazionistiche sono state delle eccezioni e che i periodi di deflazione, specie se moderati, sono risultati compatibili con una crescita economica sostenuta (riquadro V.D). Alcuni paesi negli ultimi decenni hanno effettivamente evidenziato la compresenza di crescita e disinflazione, senza dubbio per l'influsso di fattori positivi dal lato dell'offerta.

Nondimeno, considerati gli attuali livelli elevati del debito, è lecito domandarsi se un calo dei prezzi debba destare maggiori preoccupazioni. È fuor di dubbio che un elevato indebitamento accresce i costi di una flessione generalizzata dei prezzi. A meno che gli interessi sui contratti esistenti non si adeguino nella stessa misura, a parità di altre condizioni un calo dei prezzi accresce l'onere debitorio in rapporto al reddito. Storicamente, tuttavia, i danni causati da un calo dei prezzi delle attività si sono dimostrati assai maggiori di quelli di una flessione generalizzata del costo di beni e servizi: data l'ampiezza delle fluttuazioni, l'impatto di un decremento dei prezzi delle attività sulla ricchezza netta e sull'economia reale è semplicemente molto più grande (riquadro V.D). Ad esempio, i problemi in Giappone hanno avuto origine soprattutto dal crollo dei prezzi delle attività, specie degli immobili, allorché si è sgonfiato il boom finanziario, e non da un'ampia, graduale disinflazione.

Più in generale, considerazioni di stabilità finanziaria mettono in discussione l'opportunità di cercare di ricondurre l'inflazione al suo valore obiettivo entro l'orizzonte convenzionale di due anni. Lasciare invece che l'inflazione si discosti per difetto dall'obiettivo può essere la scelta appropriata, specie in quelle giurisdizioni

I costi della deflazione: gli insegnamenti dell'esperienza storica

Le deflazioni non sono tutte uguali. Grazie alla prevalenza di periodi di calo dei prezzi nel XIX e agli inizi del XX secolo, nonché dagli anni novanta, l'analisi dell'esperienza storica può mettere in luce aspetti rilevanti delle dinamiche deflazionistiche. Quattro aspetti emergono in particolare.

In primo luogo, l'esperienza abbonda di esempi di deflazioni "buone", o quantomeno "benigne", che hanno cioè conciso con periodi in cui il prodotto cresceva in linea con il trend, oppure evidenziava un rallentamento lieve e temporaneo. Nel primo ante guerra gli episodi di deflazione erano in genere benigni, e si accompagnavano a una protratta espansione del PIL reale (grafico V.D, diagramma di sinistra). Il tasso di crescita reale medio (2,3%) nei cinque anni fino al picco del livello dei prezzi era grosso modo analogo a quello dei cinque anni successivi (2,1%). Nella prima metà del secondo ante guerra (principalmente negli anni venti), il numero di deflazioni più costose ("cattive") è aumentato (grafico V.D, diagramma centrale); il prodotto continuava a crescere, ma molto più lentamente: i tassi medi nei periodi prima e dopo il picco erano rispettivamente pari al 2,3 e all'1,2%. La percezione che nel secondo ante guerra le deflazioni siano state veramente gravi si deve in particolare all'esperienza eccezionale della Grande Depressione, quando i prezzi nelle economie del G10 crollarono cumulatamente fino a quasi il 20% e il prodotto si contrasse del 10% circa. Tale esperienza non è riportata integralmente nel grafico V.D, diagramma centrale.

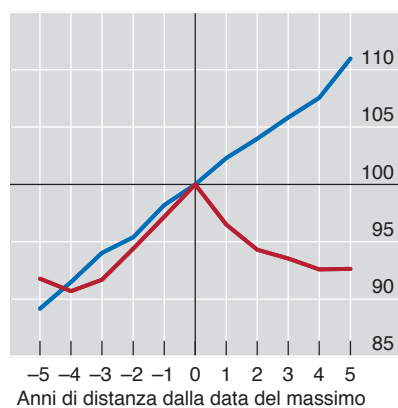
Gli episodi di deflazione nell'arco degli ultimi 25 anni sono stati in media molto più simili alle deflazioni "buone" del primo ante guerra che non a quelle della prima metà del secondo ante guerra (sebbene risulti molto più

Periodi di deflazione: la buona e la cattiva

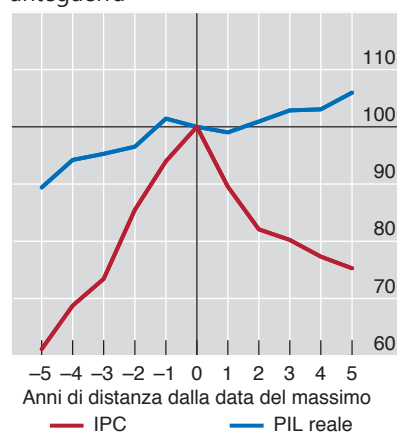
Massimo dell'IPC = 100

Grafico V.D

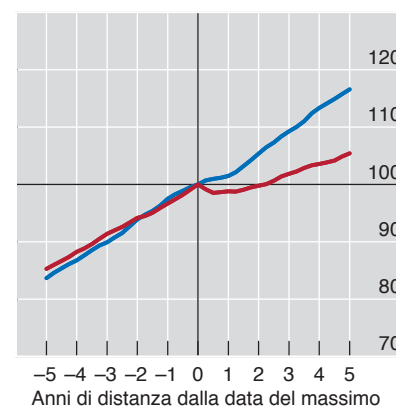
Primo ante guerra^{1,2}



Prima metà del secondo ante guerra^{1,2}



1990-2013^{1,3}



¹ Serie dei valori dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) cinque anni prima e dopo ciascun massimo per ogni economia considerata, ribasata ponendo il massimo pari a 100 (indicato come anno 0). Viene calcolata la media semplice degli indici ribasati per ciascuna economia. ² I massimi del primo ante guerra vanno dal 1860 al 1901; i massimi della prima metà del secondo dopoguerra vanno dal 1920 al 1930. Media semplice delle economie del G10. Cfr. Borio e Filardo (2004) per maggiori dettagli sull'individuazione dei massimi dell'IPC nei singoli paesi sulla base dell'indice annuale dei prezzi. Gli anni di massimo dell'IPC per ciascuna economia del G10 nel primo ante guerra e nella prima metà del secondo dopoguerra sono i seguenti: Belgio, 1862, 1867, 1873, 1891, 1901, 1929; Canada, 1882, 1889, 1920, 1929; Francia, 1871, 1877, 1884, 1902, 1930; Germania, 1928; Giappone, 1920; Italia, 1874, 1891, 1926; Paesi Bassi, 1892, 1920; Regno Unito, 1860, 1873, 1891, 1920; Stati Uniti, 1866, 1881, 1891, 1920, 1926; Svezia, 1862, 1874, 1891, 1920; Svizzera, 1892, 1898. ³ Media semplice di 13 economie, dati sull'IPC trimestrale. Si verifica un massimo quando il livello dell'IPC supera tutti i livelli precedenti nonché i livelli di almeno i quattro trimestri successivi. I trimestri di massimo dell'IPC sono i seguenti: area dell'euro, 3° trimestre 2008; Australia, 1° trimestre 1997; Canada, 4° trimestre 1993, 3° trimestre 2008; Cina, 1° trimestre 1998, 2° trimestre 2008; Giappone, 4° trimestre 1994, 4° trimestre 1998; Hong Kong SAR, 2° trimestre 1998; Norvegia, 1° trimestre 2003; Nuova Zelanda, 3° trimestre 1998; Singapore, 4° trimestre 1997, 1° trimestre 2001, 4° trimestre 2008; Stati Uniti, 3° trimestre 2008; Sudafrica, 2° trimestre 2003; Svezia, 4° trimestre 1997, 3° trimestre 2008; Svizzera, 2° trimestre 2008.

Fonti: C. Borio e A. Filardo, "Looking back at the international deflation record", *North American Journal of Economics and Finance*, vol. 15, n. 3, dicembre 2004, pagg. 287-311; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

difficile individuare i picchi nel livello dei prezzi in questo periodo rispetto ai periodi precedenti poiché le recenti deflazioni sono state generalmente assai brevi). Per gli episodi più recenti, i tassi medi di crescita del PIL nei periodi antecedenti e successivi al picco sono stati rispettivamente pari al 3,6 e al 3,1%, discostandosi in modo statisticamente non significativo.

Il secondo importante aspetto delle dinamiche deflative che emerge dall'esperienza storica è la generale assenza di un rischio intrinseco di spirali deflative, che si sono osservate unicamente nel caso della Grande Depressione sotto forma di flessioni pronunciate e persistenti del livello dei prezzi, e non in altri episodi storici. Durante gli episodi del primo anteguerra i cali dei prezzi erano persistenti, ma non pronunciati, con una riduzione cumulata media dell'IPC del 7% circa. Più di recente, gli episodi di deflazione hanno avuto vita assai breve e il livello dei prezzi è calato moderatamente; un'eccezione degna di nota è il Giappone, dove il livello dei prezzi è sceso cumulatamente di circa il 4% dagli ultimi anni novanta fino a poco tempo fa. Le evidenze, in particolare negli ultimi decenni, contrastano con l'idea che le deflazioni comportino pericolose spirali deflative. Inoltre, la minore flessibilità dei salari rispetto a epoche più remote riduce la probabilità di una spirale negativa fra riduzioni dei salari e flessioni dei prezzi.

In terzo luogo, sono state le deflazioni dei prezzi delle attività, piuttosto che quelle dei prezzi in generale, a danneggiare sistematicamente e significativamente l'andamento della macroeconomia^①. In effetti sia la Grande Depressione negli Stati Uniti sia la deflazione giapponese degli anni novanta erano state precedute da un importante crollo delle quotazioni azionarie e, in particolare, dei prezzi degli immobili. Queste osservazioni fanno ritenere che la relazione di causalità valga soprattutto nel caso della deflazione dei prezzi delle attività, la quale porta a una contrazione economica e quindi a maggiore deflazione, anziché nel caso della deflazione generale. Ciò trova riscontro anche nelle traiettorie dei prezzi e del prodotto in termini reali durante il secondo anteguerra (grafico V.D, diagramma centrale), che mostrano come il PIL reale si sia tendenzialmente contratto prima che entrasse in gioco la deflazione.

In quarto luogo, i recenti episodi di deflazione sono spesso andati di pari passo con una crescita dei prezzi delle attività, un'espansione del credito e un vigoroso andamento del prodotto. Si pensi ad esempio agli episodi degli anni novanta e duemila in paesi tanto diversi quanto la Cina e la Norvegia. Vi è il rischio che una politica monetaria accomodante in risposta alle deflazioni buone, volta a portare l'inflazione maggiormente in linea con l'obiettivo, possa involontariamente assecondare l'accumulo di squilibri finanziari. Opporsi alle deflazioni "buone" può, con l'andar del tempo, portare a deflazioni "cattive" laddove gli squilibri finiscano per correggersi in modo disordinato.

^① Per evidenze formali a questo riguardo, cfr. C. Goodhart e B. Hofmann, *House prices and the macroeconomy*, Oxford University Press, 2006, capitolo 5, "Goods and asset price deflations".

in cui si sono andati accumulando squilibri finanziari (Capitolo IV). Altrimenti, a parità di altre condizioni, vi è di fatto il rischio che si creino pressioni deflazionistiche indesiderate più avanti nel tempo, quando il boom si esaurisce e lascia il posto a un crollo. Ciò, insieme alle evidenze di una minore efficacia della politica monetaria, indica che sebbene le recenti pressioni disinflazionistiche meritino un attento monitoraggio, occorre valutare accuratamente i fattori che limitano gli effetti nonché i costi di un ulteriore allentamento monetario.

Normalizzazione delle politiche

In prospettiva la transizione da un grado di accomodamento straordinario a un'impostazione più normale della politica monetaria pone una serie di sfide senza precedenti. Essa richiederà un'abile scelta dei tempi e un'attenta lettura dei fattori economici, finanziari e politici, e sarà quindi difficile assicurare una normalizzazione ordinata. La prospettiva di una transizione accidentata, unitamente ad altri fattori, indica che il rischio predominante è che l'azione delle banche centrali giunga troppo tardi o sia troppo lenta rispetto ai tempi ottimali di uscita.

Le banche centrali delle maggiori economie avanzate si trovano a distanze diverse dalla meta di una normalizzazione della politica monetaria. La Bank of

England mantiene costante da metà 2012 il volume delle attività finanziarie acquistate, mentre la Federal Reserve ha avviato nel 2014 una graduale riduzione degli acquisti su larga scala di titoli in vista di un aumento del tasso ufficiale. Per contro, la Bank of Japan è ancora pienamente impegnata nel suo programma aggressivo di espansione del bilancio, e la BCE ha da poco annunciato operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e ridotto i tassi di riferimento a livelli senza precedenti.

Le banche centrali hanno altresì indicato che il ritmo della normalizzazione sarà calibrato in base al vigore della ripresa e all'evoluzione dei venti contrari legati alla crisi. La Federal Reserve si attende che le dinamiche sfavorevoli nel mercato del lavoro e i problemi di bilancio si esauriranno nei prossimi anni, ma che il tasso di interesse reale compatibile con l'equilibrio macroeconomico (ossia il tasso di interesse naturale) si normalizzerà intorno al 2% soltanto in un arco di tempo più lungo, in parte a causa di un perdurante eccesso di risparmio mondiale. Il Monetary Policy Committee della Bank of England ha affermato che il tasso naturale è attualmente contenuto dalle persistenti tensioni nel sistema finanziario e dal processo di risanamento dei bilanci privati e pubblici. La BCE vede una diversa costellazione di fattori avversi, prevedendo che la riduzione della leva finanziaria delle banche e la frammentazione finanziaria, fra le altre cose, freneranno la ripresa per vari anni. Nel complesso, il divario fra le aspettative correnti dei mercati sui tassi ufficiali e le traiettorie dei tassi implicite nelle regole di Taylor (grafico V.7) potrebbe foggare la percezione delle forze avverse in gioco e della loro persistenza.

È oggi opinione comune che le banche centrali debbano agire con la massima cautela per evitare di compromettere la fragile ripresa. In base a questa opinione, la deflazione comporterebbe costi immani e differire l'uscita anche oltre i tempi ottimali non sarebbe un grosso problema: l'inflazione potrebbe aumentare, ma in tal caso le banche centrali potrebbero recuperare rapidamente il ritardo. Inoltre, sempre in quest'ottica, un'accurata politica di comunicazione, capace di annunciare con congruo anticipo un'eventuale uscita e di chiarire che questa verrebbe attuata con gradualità, contribuirebbe a limitare il rischio di turbative di mercato.

Questa opinione è corroborata da varie osservazioni storiche. La decisione di inasprimento della Federal Reserve nel 1994 generò serie tensioni sui mercati globali, mentre la manovra di uscita del 2004, meglio prevista dal mercato e più graduale, non ha prodotto effetti di tale portata. Inoltre, il ritmo graduale di quest'ultima manovra non si è tradotto in un aumento fuori controllo dell'inflazione. Di fatto, tale manovra è stata in gran parte definita in modo da evitare alcuni degli inconvenienti di quella del 1994.

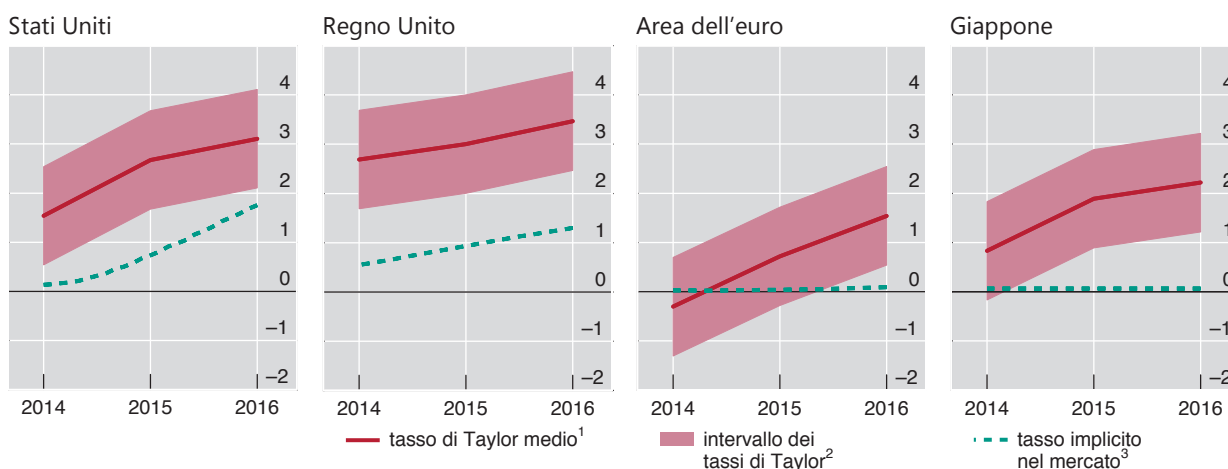
Tuttavia, il ragionamento che sollecita le banche centrali alla prudenza si focalizza sull'inflazione e sul ciclo economico trascurando il ciclo finanziario, ignora l'impatto sulla situazione delle finanze pubbliche e ripone forse una fiducia eccessiva nei poteri della comunicazione. Ciascuno di questi aspetti merita di essere approfondito.

Il predetto ragionamento perde di attrattiva allorché si considera il ciclo finanziario. Si può sostenere che proprio la lentezza della normalizzazione della politica monetaria dopo il 2003 ha favorito i forti boom del credito e dei prezzi degli immobili che hanno portato alla crisi finanziaria. Ad esempio, negli Stati Uniti agli inizi degli anni duemila il ciclo economico aveva segnato una svolta e i corsi delle azioni erano calati, ma la fase ascendente del ciclo finanziario era proseguita (Capitolo IV). Oggi vari sviluppi meritano attenta considerazione: le indicazioni di una corsa al rendimento a livello mondiale (Capitolo II); il rischio di un accumulo di squilibri finanziari in talune aree del mondo (Capitolo IV); e l'elevata sensibilità dell'onere debitorio privato ai tassi di interesse laddove i livelli di indebitamento non sono stati pienamente adeguati in funzione del prodotto (Capitolo IV).

I tassi impliciti nella regola di Taylor segnalano il perdurare di venti contrari

In percentuale

Grafico V.7



¹ Il tasso implicito nella regola di Taylor, i , è calcolato come $\pi^* + r^* + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$, dove π corrisponde a, per gli Stati Uniti, le proiezioni per il tasso di inflazione basato sull'indice dei prezzi della spesa per consumi personali (al netto di alimentari ed energia); per il Regno Unito, le proiezioni per il tasso di inflazione dei prezzi al consumo; per l'area dell'euro, le proiezioni per il tasso di inflazione basato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo; e per il Giappone, le proiezioni per il tasso di inflazione dei prezzi al consumo (al netto degli alimentari freschi) escludendo gli effetti degli aumenti della tassa sui consumi; dove y è l'output gap stimato dall'FMI per tutte le economie; π^* è l'obiettivo di inflazione; e r^* è il livello di lungo periodo del tasso di interesse reale posto pari al tasso di crescita potenziale (stima dell'FMI). ² Nell'ipotesi di crescita potenziale $\pm 1\%$. ³ Al 13 giugno 2014; per gli Stati Uniti, contratto futures a un mese sul tasso sui federal fund; per l'area dell'euro, il Giappone e il Regno Unito, curve degli overnight indexed swap relativi a, rispettivamente, euro, yen e sterlina.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Un ritmo di normalizzazione molto lento solleva inoltre alcune questioni riguardo agli effetti sulla sostenibilità dei conti pubblici. Uno di questi effetti è indiretto. Se da un lato mantenere i tassi di interesse eccezionalmente bassi per un periodo di tempo eccezionalmente lungo fornisce l'opportunità di consolidare le finanze pubbliche laddove queste sono in situazione critica, dall'altro può facilmente indurre nei governi un falso senso di sicurezza e ritardare così il necessario risanamento.

Un altro effetto è più diretto, ma non molto visibile. Laddove le banche centrali intraprendono acquisti ingenti di debito sovrano o quasi sovrano (finanziati naturalmente con attività a breve termine), esse accorciano la scadenza media delle passività nel bilancio consolidato del settore pubblico, comprendente la banca centrale e il governo. Ciò accresce la sensibilità dell'onere per il servizio del debito a variazioni dei tassi di interesse a breve termine e può inoltre condurre a pressioni politiche sulla banca centrale affinché si astenga dal normalizzare l'orientamento monetario nel momento e al ritmo opportuni, condurre cioè al rischio di dominanza fiscale. Il governo di certo non vedrà di buon occhio un peggioramento della sua posizione di bilancio; in tale contesto, le probabili perdite in cui incorrerà la banca centrale potrebbero mettere a repentaglio la sua capacità di manovra e persino la sua autonomia. Inoltre, i costi delle passività associati ai bilanci dilatati delle banche centrali pongono ulteriori sfide di natura politica. Ad esempio, la remunerazione delle operazioni di assorbimento della liquidità potrebbe beneficiare il settore finanziario, cosa che il pubblico potrebbe ritenere inopportuna. Al riguardo, un'opzione percorribile per comprimere i costi di remunerazione consisterebbe nell'imporre riserve obbligatorie non remunerate.

Infine, la comunicazione ha i suoi limiti. Le banche centrali desiderano comunicare chiaramente per evitare di sorprendere i mercati e generare brusche reazioni dei prezzi. Ma questo sforzo di chiarezza potrebbe infondere più sicurezza di quanto auspicato dalla banca centrale, incoraggiando l'assunzione di rischio. Con l'assottigliarsi dei differenziali di rischio, si rendono necessarie posizioni a effetto di leva sempre maggiore per ottenere rendimenti aggiuntivi. E anche in assenza di leva, gli investitori saranno attratti da attività sempre più rischiose e potenzialmente illiquide. Il processo aumenta quindi la probabilità di un brusco capovolgimento⁶. Inoltre, anche qualora la banca centrale fosse consapevole di questi rischi, essa potrebbe comunque essere molto riluttante ad agire, nel timore di precipitare quell'aggiustamento che stava cercando di evitare. Si può così innescare un circolo vizioso. Qualora maturi la percezione che la banca centrale sia lenta ad agire, potrebbero alla fine essere i mercati a reagire per primi.

Tutto ciò evidenzia come non vada sottostimato il rischio di una normalizzazione troppo tardiva e troppo graduale da parte delle banche centrali. Vi sono incentivi molto forti e fin troppo naturali che spingono in quella direzione. Un altro sintomo di tale predisposizione concerne i programmi di allentamento quantitativo, in virtù dei quali le banche centrali hanno acquistato volumi senza precedenti di titoli a lungo termine per abbassare i premi a termine. Adesso però, all'approssimarsi del momento della normalizzazione, appaiono più esitanti a liquidarli attivamente per timore di destabilizzare i mercati.

⁶ Cfr. S. Morris e H. S. Shin, "Risk-taking channel of monetary policy: a global game approach", paper non pubblicato, Princeton University, 2014.

Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali

In miliardi di dollari USA

Tabella V.1

	Ai tassi di cambio correnti						Per memoria: stock in essere al dicembre 2013
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
Mondo	641	819	1 100	941	747	733	11 686
Economie avanzate ¹	61	83	194	269	195	55	2 287
Stati Uniti	4	1	2	0	-2	-2	48
Area dell'euro	-1	-8	13	1	12	1	221
Giappone	55	-7	39	185	-28	9	1 203
Svizzera	0	47	126	54	197	21	489
Asia	410	715	651	424	239	529	5 880
Cina	418	453	448	334	130	510	3 821
Corea	-61	65	22	11	19	19	336
Filippine	3	4	16	12	6	2	74
Hong Kong SAR	30	73	13	17	32	-6	311
India	-20	12	9	-5	-1	6	268
Indonesia	-5	11	29	14	2	-12	93
Malaysia	-10	2	9	27	6	-4	130
Singapore	11	12	38	12	21	14	270
Taipei Cinese	21	56	34	4	18	14	417
Thailandia	23	25	32	0	6	-12	159
America latina ²	42	25	81	97	51	-6	688
Argentina	0	-1	4	-7	-3	-12	25
Brasile	13	39	49	63	19	-13	349
Cile	6	1	2	14	0	0	39
Messico	8	0	21	23	16	15	169
Venezuela	9	-15	-8	-3	0	-4	2
ECO ³	6	13	14	3	15	20	294
Medio Oriente ⁴	150	-29	50	88	148	79	893
Russia	-56	-5	27	8	32	-17	456
Per memoria: esportatori netti di petrolio ⁵	142	-52	117	141	209	79	1 818

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.

VI. Il sistema finanziario a un crocevia

A quasi sei anni dal culmine della crisi, il settore finanziario è ancora alle prese con le sue ricadute. Le imprese finanziarie si trovano a un crocevia. Il futuro profilo del settore dipenderà dall'evoluzione dell'atteggiamento verso il rischio implicita nella scelta dei modelli operativi. La rapidità dell'aggiustamento nel settore finanziario sarà essenziale affinché esso torni a essere un catalizzatore della crescita economica.

Le ferite del settore bancario si sono in parte rimarginate, ma il risanamento dei bilanci non è ancora completo. Benché il settore abbia rafforzato la propria situazione patrimoniale aggregata mediante la capitalizzazione di utili, i progressi non sono stati uniformi. Per completare l'opera sarà essenziale una redditività sostenibile. Numerose banche hanno difatti adottato modelli di business più prudenti, potenzialmente in grado di assicurare una maggiore stabilità degli utili, e ridotto l'operatività sui mercati dei capitali.

In prospettiva, l'elevato indebitamento rappresenta la principale fonte di vulnerabilità per le banche. Gli istituti che non hanno proceduto a un aggiustamento dopo la crisi devono fare i conti con le persistenti debolezze di bilancio dovute all'esposizione diretta a prenditori sovraindebitati e all'effetto negativo dell'eccesso di debito sulla ripresa economica (Capitoli III e IV). La situazione è particolarmente acuta in Europa, dove tuttavia le banche hanno intensificato gli sforzi nell'ultimo anno. Le banche nelle economie meno colpite dalla crisi ma in una fase avanzata di espansione finanziaria devono prepararsi a un rallentamento e a un deterioramento delle attività.

Il ruolo delle società finanziarie non bancarie è divenuto più prominente, di pari passo con l'accresciuta importanza che ha assunto l'intermediazione di mercato in seguito al ridimensionamento dell'attività bancaria. I bassi tassi ufficiali e la continua ricerca di rendimento hanno incentivato le emissioni di obbligazioni private, mentre le banche hanno dovuto fare i conti con un persistente svantaggio in termini di costi rispetto alla loro clientela di imprese. I portafogli delle società di asset management sono cresciuti significativamente negli ultimi anni; tali società sono ormai divenute un'importante fonte di credito. Tale evoluzione, unitamente all'elevata concentrazione dimensionale del settore del risparmio gestito, può influenzare le dinamiche dei mercati obbligazionari con implicazioni per il costo e la disponibilità di finanziamento di imprese e famiglie.

Dopo aver passato in rassegna l'andamento del settore finanziario lo scorso anno, il capitolo esamina i cambiamenti strutturali che hanno influenzato i modelli di business, nonché le sfide di breve periodo cui sono confrontate le istituzioni finanziarie, vuoi nell'affrontare le perdite pregresse, vuoi nel rafforzare le difese in vista di una possibile svolta nel ciclo finanziario.

Panoramica delle tendenze

A livello aggregato, il settore finanziario ha compiuto progressi nel superamento della crisi e nell'adeguamento al nuovo contesto economico e regolamentare. Le banche stanno accumulando capitale più rapidamente del previsto e la loro redditività sta migliorando. In alcuni paesi, tuttavia, persistono problemi legati alla qualità degli impieghi e agli utili. Il quadro nel settore assicurativo è simile, con una

crescita generalmente sostenuta dei premi, ma una redditività del capitale proprio (ROE) diseguale tra le varie giurisdizioni.

Settore bancario

Le principali tendenze che hanno caratterizzato il settore bancario sono il rafforzamento delle posizioni patrimoniali e una riduzione delle attività ponderate per il rischio (risk-weighted assets, RWA). Il settore ha compiuto progressi nella ricostituzione della base patrimoniale, principalmente mediante la capitalizzazione di utili favorita da una ripresa della redditività. Questi progressi non sono stati uniformi, tuttavia, poiché alcune banche (specie in Europa) continuano a presentare difficoltà. La riduzione delle RWA ha rispecchiato in alcuni casi un vero e proprio ridimensionamento del bilancio, ma in molti altri è ascrivibile a un calo dei pesi per il rischio medi applicati. Considerati i precedenti di segnalazioni di rischio eccessivamente ottimistiche da parte delle banche, quest'ultimo fattore potrebbe essere sintomatico di vulnerabilità nascoste.

Coefficienti patrimoniali

Le banche in tutto il mondo hanno continuato a rafforzare i coefficienti patrimoniali. Finora i progressi a livello di settore sono stati più rapidi rispetto al ritmo di aumento dei coefficienti minimi implicito nelle disposizioni transitorie di Basilea 3 (riquadro VI.A). Nell'anno fino a metà 2013 le grandi banche con operatività internazionale, in aggregato, avevano innalzato il rapporto medio fra Common Equity Tier 1 (CET1) e attività ponderate per il rischio dall'8,5 al 9,5% (tabella VI.1), portandolo con sei anni di anticipo a un valore ampiamente superiore a quello di riferimento del 7% (CET1 più buffer di conservazione del capitale) fissato per il 2019. Le banche di dimensioni più ridotte e maggiormente orientate al mercato regionale hanno raggiunto lo stesso coefficiente patrimoniale medio, ma partendo dal livello più elevato dell'8,8%. Va sottolineato che questi coefficienti si basano sulle nuove e più stringenti definizioni di capitale idoneo attualmente in fase di introduzione, che entreranno pienamente in vigore solo nel 2022.

Sono anche evidenti progressi per quanto riguarda la riduzione dell'ammancio patrimoniale delle banche in ritardo nell'adeguarsi ai nuovi requisiti. A metà 2013 tale ammanco era di €85,2 miliardi, in calo di €59,6 miliardi rispetto al livello di inizio anno. La riduzione si deve principalmente ai guadagni conseguiti dalle grandi banche con operatività internazionale, che hanno pressoché dimezzato il loro deficit. Per contro, l'ammancio delle banche più piccole è lievemente aumentato, pur rimanendo inferiore alla metà di quello degli istituti di maggiori dimensioni.

Il capitale di qualità migliore (CET1) delle banche è aumentato in rapporto alle attività ponderate per il rischio

Coefficienti di Basilea 3 a regime, valori percentuali

Tabella VI.1

	2009	2011		2012		2013
	31 dic.	30 giu.	31 dic.	30 giu.	31 dic.	30 giu.
Grandi banche con operatività internazionale	5,7	7,1	7,7	8,5	9,2	9,5
Altre banche	7,8	8,8	8,7	8,8	9,4	9,5

Fonte: Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria.

La riforma della regolamentazione: novità e attuazione

Al fine di ridurre al minimo i costi di transizione, l'attuazione dei nuovi standard patrimoniali sarà realizzata progressivamente nell'arco di più anni (tabella VI.A). Il coefficiente minimo dell'8% stabilito per il rapporto fra patrimonio totale e attività ponderate per il rischio (RWA) è già integralmente in vigore, ma gli indici che si basano sul patrimonio di qualità più elevata (Common Equity Tier 1 o CET1 e Tier 1 complessivo) entreranno a regime nel 2015. Il nuovo buffer di conservazione del capitale e il requisito patrimoniale addizionale per le banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB), entrambi definiti in termini di CET1/RWA, diventeranno pienamente vincolanti nel 2019.

Tempistica di attuazione degli standard patrimoniali di Basilea 3¹

Tabella VI.A

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CET1/RWA						
Minimo	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Più buffer:						
conservazione del capitale			0,625	1,25	1,875	2,5
G-SIB ²			0,625	1,25	1,875	2,5
Tier 1						
Minimo (in rapporto alle RWA)	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Indice di leva finanziaria (in rapporto alla misura dell'esposizione)	Osservazione	Informativa pubblica			Migrazione al primo pilastro	

¹ Le voci in grassetto indicano il valore a regime (in termini di coefficiente patrimoniale) di ciascuno standard. Le corrispondenti definizioni di patrimonio idoneo entrano pienamente in vigore nel 2022. ² Si riferisce al buffer massimo applicabile.

Lo scorso anno il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha realizzato progressi riguardo a due elementi fondamentali del programma post-crisi di riforme regolamentari. Il primo consiste nei requisiti minimi di liquidità. L'indicatore di breve termine (liquidity coverage ratio, LCR) era stato pubblicato nel gennaio 2013 e la definizione di attività liquide di elevata qualità (HQLA) è stata ultimata un anno dopo. All'interno della nuova definizione è dato maggiore spazio alle linee di liquidità irrevocabili (committed liquidity facilities, CLF) offerte dalle banche centrali. Il riconoscimento delle CLF ai fini dell'LCR è ora consentito per tutte le giurisdizioni, nel rispetto di una serie di condizioni e limiti. Tali restrizioni intendono limitare l'impiego di CLF in tempi normali, incoraggiando le banche ad autoassicurarsi contro gli shock di liquidità, ma possono essere allentate nelle fasi di tensione, quando potrebbe altrimenti verificarsi un deficit dell'offerta di HQLA. Il Comitato ha inoltre sollecitato osservazioni in merito all'indicatore strutturale (net stable funding ratio, NSFR), l'altro standard di liquidità.

Un altro importante elemento completato nel gennaio 2014 è la definizione del denominatore dell'indice di leva finanziaria (leverage ratio) di Basilea 3, che consiste in un semplice rapporto fra il patrimonio di una banca e le sue esposizioni totali a integrazione dei requisiti patrimoniali basati sul rischio. La misura dell'esposizione rappresenta un passo avanti sotto due aspetti. In primo luogo, è universale, poiché supera le differenze nella rilevazione delle esposizioni fuori bilancio, compresi i derivati, dovute all'applicazione di criteri contabili diversi. La sua definizione si basa su prassi prudenziali consolidate e consente un elevato grado di comparabilità fra giurisdizioni. In secondo luogo, la misura adottata è esaustiva, poiché garantisce un'adeguata rilevazione delle fonti di leva finanziaria sia in bilancio sia fuori bilancio. Di conseguenza, i requisiti in termini di patrimonio richiesto a fronte di un'unità di esposizione saranno più severi dei requisiti impliciti in altri indici simili già adottati in alcune giurisdizioni. I primi riscontri indicano che, in media, la misura dell'esposizione supera di circa il 15-20% la corrispondente misura delle attività totali. A partire dal 2015 le banche saranno tenute a pubblicare l'indice, con l'obiettivo di trasformarlo in requisito minimo nell'ambito del primo pilastro entro il 2018, dopo la sua calibrazione definitiva.

A titolo di confronto, nel 2013 i due gruppi di banche hanno registrato profitti annui aggregati (al netto delle imposte e al lordo delle distribuzioni) di €482 miliardi, oltre quattro volte l'importo dell'ammancio patrimoniale.

L'incremento dei coefficienti patrimoniali si deve soprattutto all'aumento del capitale. Il grafico VI.1 (diagramma di sinistra), utilizzando dati tratti dai bilanci di esercizio pubblicati, presenta una scomposizione delle variazioni del rapporto tra common equity e attività ponderate per il rischio. Gli incrementi del patrimonio idoneo (diagramma di sinistra, segmenti gialli delle barre) hanno fornito in assoluto il contributo maggiore, in particolare per le banche nelle economie emergenti (EME) e per le istituzioni con rilevanza sistemica (non riportate).

L'accantonamento di utili ha avuto un ruolo centrale nel processo di ricapitalizzazione (grafico VI.1, diagramma di destra). A livello aggregato, gli utili non distribuiti sono stati all'origine di 2,8 dei 4,1 punti percentuali di aumento del rapporto tra capitale e RWA tra il 2009 e il 2013. Specularmente, la quota di utili distribuiti sotto forma di dividendi è diminuita di quasi 13 punti percentuali, al 33%. Le banche delle economie avanzate hanno ridotto tale quota di oltre 12 punti percentuali. Negli Stati Uniti, il calo del rapporto di distribuzione delle banche ha contrastato con il comportamento delle agenzie di emanazione governativa, le principali sottoscrittrici di mutui ipotecari. Queste istituzioni, a controllo pubblico, hanno distribuito i profitti al Tesoro statunitense, mantenendo riserve patrimoniali modeste.

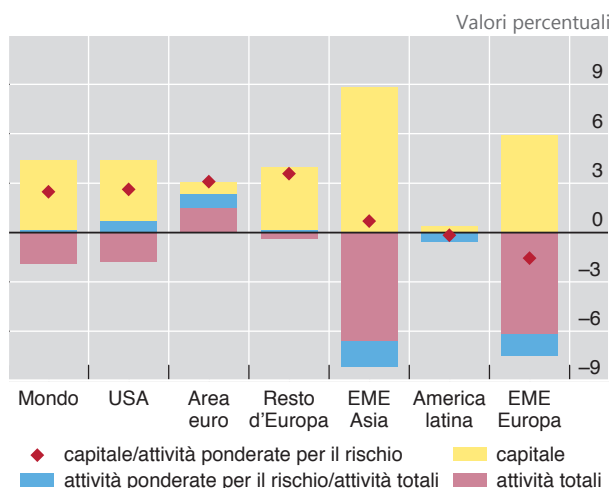
Considerato il contributo che ha sinora fornito all'aumento del patrimonio, la stabilità dei profitti sarà fondamentale per la resilienza del settore bancario nel futuro prossimo. In media, i profitti hanno continuato a recuperare terreno dai

La ricapitalizzazione accresce i coefficienti patrimoniali regolamentari delle banche¹

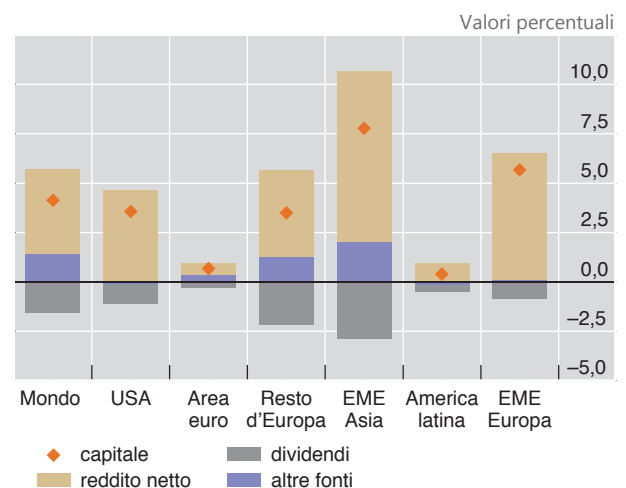
Variazioni tra fine 2009 e fine 2013

Grafico VI.1

Determinanti dei coefficienti patrimoniali



Fonti di capitale



¹ Il grafico scompone la variazione del rapporto fra common equity e attività ponderate per il rischio (diagramma di sinistra) e la variazione percentuale del common equity (diagramma di destra) nelle rispettive componenti additive. Le variazioni complessive sono indicate dai rombi. Il contributo di ciascuna componente è rappresentato dall'altezza del segmento corrispondente. Un contributo negativo indica che la componente ha avuto un effetto depressivo. Tutti i dati sono medie ponderate in base alle attività totali di fine 2013.

Fonti: B. Cohen e M. Scatigna, "Banks and capital requirements: channels of adjustment", *BIS Working Papers*, n. 443, marzo 2014; Bankscope; Bloomberg.

minimi della crisi, ma la loro ripresa è rimasta eterogenea a livello internazionale (tabella VI.2).

Al di fuori dell'area dell'euro, gli utili al lordo d'imposta delle banche sono aumentati lo scorso anno, pur rimanendo generalmente inferiori alle medie pre-crisi. Il contributo dei margini di interesse è stato inferiore agli anni precedenti: tali margini sono infatti rimasti perlopiù invariati a livello mondiale, e in alcuni casi, ad esempio negli Stati Uniti, sono persino diminuiti. Il contributo più elevato è provenuto dalla riduzione dei costi. Gli accantonamenti per perdite su crediti sono diminuiti nella maggioranza dei paesi, di riflesso alla ripresa economica e ai progressi compiuti nel riconoscimento delle perdite.

Nell'area dell'euro la situazione è alquanto diversa. I profitti sono rimasti bassi. Le tensioni legate al debito sovrano hanno continuato a incidere sulla qualità degli impieghi e il ristagno dell'economia ha compresso i ricavi. In vista della verifica della qualità degli attivi che la BCE condurrà nel corso di quest'anno, le banche si stanno impegnando più attivamente per risanare i propri bilanci, come attesta il recente aumento del tasso di cancellazione dei crediti.

I recenti sviluppi nel settore bancario cinese illustrano i benefici dell'accantonamento di utili quale riserva precauzionale a fronte delle perdite. Con l'indebolirsi della crescita economica in Cina, i prestatori di fondi in questo paese hanno dovuto affrontare difficoltà finanziarie e il volume dei prestiti problematici è lievitato.

Redditività delle maggiori banche

In percentuale delle attività totali¹

Tabella VI.2

Paese ²	Utile lordo di imposta			Margine di interesse netto			Accantonamenti per perdite su crediti			Costi operativi ³		
	2000-07	2008-12	2013	2000-07	2008-12	2013	2000-07	2008-12	2013	2000-07	2008-12	2013
Australia (4)	1,58	1,09	1,28	1,96	1,81	1,79	0,19	0,30	0,17	1,99	1,20	1,11
Canada (6)	1,03	0,85	1,06	1,74	1,58	1,65	0,24	0,25	0,17	2,73	1,85	1,78
Francia (4)	0,66	0,27	0,32	0,81	0,95	0,92	0,13	0,24	0,21	1,60	1,09	1,16
Germania (4)	0,26	0,06	0,10	0,68	0,81	0,99	0,18	0,16	0,18	1,38	1,15	1,55
Giappone (5)	0,21	0,40	0,68	1,03	0,89	0,77	0,56	0,19	0,02	0,99 ⁴	0,73 ⁴	0,60 ⁴
Italia (3)	0,83	-0,04	-1,22	1,69	1,82	1,58	0,40	0,67	1,43	2,27	1,79	1,84
Regno Unito (6)	1,09	0,19	0,23	1,75	1,12	1,12	0,31	0,54	0,36	2,02	1,27	1,55
Spagna (3)	1,29	0,77	0,50	2,04	2,32	2,32	0,37	0,94	0,96	2,29	1,61	1,75
Stati Uniti (9)	1,74	0,53	1,24	2,71	2,49	2,32	0,45	1,06	0,21	3,58	3,01	3,03
Svezia (4)	0,92	0,58	0,77	1,25	0,93	0,98	0,05	0,16	0,08	1,34	0,87	0,84
Svizzera (3)	0,52	-0,03	0,36	0,64	0,54	0,61	0,05	0,05	0,01	2,39	1,86	1,90
Brasile (3)	2,23	1,58	1,62	6,56	4,71	3,55	1,24	1,43	1,07	6,21	3,69	3,28
Cina (4) ⁵	1,62	1,61	1,86	2,74	2,34	2,38	0,31	0,29	0,25	1,12	1,02	1,01
India (3) ⁶	1,26	1,37	1,41	2,67	2,46	2,82	0,88	0,50	0,57	2,48	2,47	2,36
Russia (3)	3,03	1,64	2,04	4,86	4,56	4,15	0,87	1,59	0,80	4,95	2,73	2,68

¹ I valori relativi a periodi pluriennali sono medie semplici. ² Fra parentesi è riportato il numero di banche considerate nel 2013. ³ Costi per il personale e altri costi operativi. ⁴ Al netto dei costi per il personale. ⁵ La rilevazione inizia nel 2007. ⁶ La rilevazione inizia nel 2002.

Fonti: Bankscope; elaborazioni BRI.

Attingendo alle loro riserve, tuttavia, le cinque maggiori banche cinesi sono state in grado nel 2013 di assorbire un volume di perdite su crediti doppio rispetto all'anno precedente, hanno conseguito profitti consistenti e mantenuto coefficienti patrimoniali elevati.

L'attività di investment banking ha prodotto risultati contrastanti. I ricavi dai servizi di consulenza per operazioni di fusione e acquisizione e dall'attività di sottoscrizione titoli sono aumentati, sostenuti dalle emissioni molto vigorose di obbligazioni societarie. Per contro, la negoziazione di prodotti a reddito fisso e di materie prime sul mercato secondario si è indebolita, spingendo al ribasso i corrispondenti ricavi. Unitamente a un inasprimento dell'attività di vigilanza, ciò ha indotto diversi grandi operatori del mercato dei capitali a ridimensionare la propria attività di negoziazione. Anche il rischio legale è entrato in gioco: negli ultimi anni l'intensificarsi delle indagini pubbliche sulla manipolazione di benchmark di mercato ha dato luogo a multe molto ingenti.

Attività ponderate per il rischio

Il secondo fattore alla base del miglioramento dei coefficienti patrimoniali delle banche è stata la riduzione del denominatore, le attività ponderate per il rischio (grafico VI.1, diagramma di sinistra), che può riflettere il ridimensionamento dell'attivo totale (segmenti magenta) oppure una diminuzione delle RWA rispetto alle attività totali (segmenti blu). La maggior parte delle banche è cresciuta per dimensioni di bilancio, ma ha ridotto il peso medio per il rischio dei portafogli di attività. Nelle economie avanzate il calo del rapporto tra RWA e attività totali ha contribuito per 0,7 punti all'incremento medio di 3 punti percentuali dei coefficienti patrimoniali. Le banche dell'area dell'euro rappresentano un'eccezione, avendo ridotto anche i propri bilanci.

Il peso medio per il rischio dei portafogli bancari è di fatto in calo dal 2007. Nonostante la Grande Recessione e la debole ripresa, i rapporti tra RWA e attività totali risultavano diminuiti di circa il 20% nel 2013 rispetto a sei anni prima. Secondo gli osservatori di mercato, ciò non sarebbe dovuto solo a un'effettiva riduzione della rischiosità degli impieghi; le banche avrebbero ridefinito i modelli di rischio al fine di ridurre i coefficienti patrimoniali, sottovalutando il rischio e fornendo valutazioni ottimistiche delle attività. Questo spiegherebbe in parte il persistente sconto al quale le azioni delle banche quotano rispetto al valore contabile del loro patrimonio netto (grafico VI.8, diagramma di sinistra). Tale timore è accentuato dall'osservazione di una sensibile variazione fra i pesi per il rischio applicati ad attività simili da banche diverse.

In base alle fonti di mercato e a studi condotti dalle autorità di vigilanza, la dispersione delle RWA segnalate è difficilmente giustificabile alla luce delle esposizioni al rischio sottostanti. Essa è generalmente maggiore per le posizioni più complesse. Un'analisi mirata dei portafogli di prestiti e di quelli di negoziazione rileva che ciò dipende sia dalle prassi di vigilanza sia dalle scelte delle singole banche¹. Le diverse prassi riflettono gli elementi di discrezionalità previsti dagli standard di Basilea e, in taluni casi, anche scostamenti dagli standard stessi. Tra gli esempi figurano l'applicazione di soglie minime di patrimonio e l'utilizzo parziale del metodo standardizzato (non basato su modelli), come nel caso delle esposizioni creditizie verso soggetti sovrani (riquadro VI.B). Le stime di rischio ricavate dai modelli interni sulla base di campioni limitati di dati, unitamente all'ampia variazione

¹ Cfr. CBVB, *Regulatory Consistency Assessment Programme – second report on risk-weighted assets for market risk in the trading book*, dicembre 2013; e CBVB, *Regulatory Consistency Assessment Programme – analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book*, luglio 2013.

Trattamento prudenziale delle esposizioni delle banche nei confronti di soggetti sovrani

La sensibilità al rischio costituisce il fulcro dello schema di regolamentazione prudenziale del patrimonio. Basilea 2 e Basilea 3 prescrivono requisiti patrimoniali minimi commisurati con il rischio di credito associato all'insieme delle esposizioni. La sensibilità al rischio si applica anche alle esposizioni verso soggetti sovrani.

Lo standard più rilevante per le banche con operatività internazionale è il metodo basato sui rating interni (IRB)^①. Esso prevede che venga effettuata una *differenziazione significativa* del rischio, richiedendo alle banche di valutare il rischio di credito dei singoli soggetti sovrani utilizzando una scala di rating dettagliata. Lo schema di Basilea si fonda sul presupposto che il sistema IRB sia impiegato nell'insieme di un gruppo bancario e per tutte le classi di attività. Le autorità nazionali di vigilanza, tuttavia, possono consentire alle banche di optare per un'applicazione graduale del metodo all'intero gruppo bancario e, unicamente per le esposizioni non significative in termini sia di dimensioni sia di rischio, di mantenere a tempo indeterminato il metodo standardizzato basato sui rating esterni.

Il metodo standardizzato prescrive di norma l'applicazione di pesi per il rischio positivi a tutte le esposizioni, fatta eccezione per quelle con merito di credito più elevato (da AAA ad AA). Ad esempio, assegna un peso del 20% alle esposizioni verso prenditori quotati A e del 100% a quelli quotati B. Le autorità nazionali di vigilanza, tuttavia, hanno la facoltà discrezionale di fissare un peso per il rischio inferiore per le esposizioni verso soggetti sovrani denominate e finanziate nella corrispondente moneta nazionale. Di conseguenza, sussiste una notevole variazione nei pesi applicati a tali esposizioni dalle grandi banche internazionali, comprese quelle di rilevanza sistemica globale. Proprio questa variazione costituisce un'importante determinante della variabilità complessiva delle attività ponderate per il rischio riscontrata fra le banche.

In genere i dati sulle valutazioni del rischio effettuate dalle singole banche non sono disponibili al di fuori della sfera delle autorità di vigilanza. Un'eccezione degna di nota è la lodevole iniziativa di trasparenza assunta dall'Autorità bancaria europea, che prevede la pubblicazione da parte delle grandi banche europee dei pesi per il rischio e delle esposizioni totali relativi alle diverse categorie di attività. Le informazioni pubblicate rivelano la presenza di un'ampia gamma di prassi diverse e una generale tendenza ad assegnare un peso inferiore alle esposizioni verso il soggetto sovrano del paese di origine.

Nel complesso, le banche assegnano un peso per il rischio pari a zero a oltre la metà del debito sovrano detenuto. Ciò è particolarmente vero per i portafogli cui applicano il metodo standardizzato, che includono la maggior parte delle esposizioni sovrane, ma anche per alcuni portafogli sottoposti al metodo IRB. È interessante notare che la tendenza a impiegare il metodo standardizzato, potenzialmente più permissivo, non è collegata alla capitalizzazione della banca, ma cresce all'aumentare della rischiosità percepita del prenditore. In particolare, nella stragrande maggioranza dei casi le esposizioni verso i soggetti sovrani dei paesi periferici dell'area dell'euro tendono a essere ponderate in base al metodo standardizzato e a ricevere così un peso pari a zero. Ciò accade in particolar modo nel caso delle banche che presentano esposizioni sovrane superiori al 10% del loro patrimonio.

Le banche attribuiscono al soggetto sovrano del loro paese di origine un peso per il rischio notevolmente inferiore rispetto alle banche di altri paesi. Questo trattamento preferenziale (home bias) risulta particolarmente pronunciato nel caso delle banche portoghesi, spagnole e irlandesi, e leggermente meno marcato in quello delle banche francesi, britanniche e austriache.

^① Per un approfondimento, cfr. il riquadro "Il trattamento del rischio sovrano nello schema di regolamentazione patrimoniale di Basilea" all'interno del capitolo "I tassi bassi stimolano i mercati creditizi mentre le banche perdono terreno", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2013.

nella valutazione delle posizioni di negoziazione, contribuiscono alla dispersione delle RWA. L'effetto combinato di queste differenti prassi suggerisce la possibilità che vi siano incoerenze nelle valutazioni dei rischi, e quindi nei coefficienti regolamentari.

Si pone pertanto la questione di quale sia la risposta ufficiale appropriata di fronte alla necessità di migliorare l'attendibilità e la comparabilità delle RWA (Capitolo V della *Relazione annuale* dello scorso anno). Il metodo basato sui rating interni (metodo IRB) dovrebbe rimanere un elemento fondamentale dell'impianto

regolamentare, poiché stabilisce un legame essenziale con il processo decisionale delle banche e consente una naturale e auspicabile diversità di valutazione del rischio tra le banche. Ciò che occorre è stringere il legame con una misura oggettiva dei rischi sottostanti e migliorare i presidi prudenziali. Da una parte, l'introduzione dell'indice di leva finanziaria (leverage ratio) offre a un tempo una forma di tutela da valutazioni eccessivamente ottimistiche dei rischi e un'utile prospettiva complementare sulla solvibilità di una banca. D'altra parte, le iniziative in corso per comprendere le cause della variazione indesiderata nelle RWA evidenziano la necessità di garantire un rigoroso processo di convalida dei modelli delle banche da parte delle autorità di vigilanza e di migliorare la coerenza tra le diverse giurisdizioni. Inoltre, altre misure, come l'imposizione di vincoli più stringenti sulle ipotesi dei modelli e l'introduzione di un'informativa pubblica maggiore su tali ipotesi, possono parimenti migliorare la confrontabilità delle RWA. Queste opzioni sarebbero preferibili all'imposizione di un modello regolamentare unico, come ad esempio un insieme comune di pesi per il rischio, che potrebbe favorire comportamenti imitativi e una concentrazione del rischio.

Settore assicurativo

Le società assicurative, al pari delle banche, si stanno riprendendo dalla crisi. Quest'ultima ha colpito le parti centrali dell'attività delle compagnie di assicurazione, provocando una marcata diminuzione del valore dei loro investimenti e un calo della crescita dei premi. Le società che hanno venduto protezione mediante derivati su crediti hanno parimenti subito perdite. La ripresa della crescita dei premi e del capitale è stata in parte diversa nel ramo vita e nel ramo danni, e riflette la composizione iniziale dell'attivo delle imprese.

Le compagnie di assicurazione del ramo danni hanno assorbito la riduzione di valore dell'attivo dovuta alla crisi grazie alle ampie riserve patrimoniali. Attualmente, stanno ricostituendo tali riserve attraverso l'aumento dei premi, che nella maggior parte dei mercati sono tornati a salire negli ultimi due o tre anni (tabella VI.3). La redditività della gestione tecnica in termini di combined ratio (indicatore che rapporta

Redditività del settore assicurativo

In percentuale delle attività totali

Tabella VI.3

	<i>Ramo danni</i>						<i>Ramo vita</i>					
	Crescita dei premi			Rendimento degli investimenti			Crescita dei premi			Rendimento degli investimenti		
	2008	2010	2013	2008	2010	2013	2008	2010	2013	2008	2010	2013
Australia	4,5	5,1	7,1	7,4	6,7	5,0	-11,1	2,4	12,1
Francia	2,0	4,4	2,3	2,7	2,8	2,1	-8,5	5,0	-5,5 ¹	-1,1	7,4	5,1
Germania	1,0	-3,4	3,9	4,0	3,3	2,9	1,0	7,1	1,0 ¹	1,3	4,6	5,4
Giappone	-4,1	-0,1	2,8	1,3	1,0	1,0	2,8	3,8	2,2
Paesi Bassi	8,4	4,5	1,3 ¹	4,0	3,4	2,9 ¹	-0,1	-11,5	-13,4 ¹	-2,0	0,7	6,5
Regno Unito	8,7	0,9	-2,0	6,2	3,7	3,1	-29,2	-4,7	5,2
Stati Uniti	-0,6	-0,5	4,4	4,3	3,6	3,2	2,4	13,6	4,3	11,9	13,8	7,6

¹ Dati del 2012.

Fonti: Swiss Re, database *sigma*; autorità nazionali di vigilanza.

il costo dei sinistri e le spese di gestione ai premi) è parimenti in miglioramento, nonostante i picchi di spesa per sinistri dovuti a catastrofi naturali. Il settore della riassicurazione ha anch'esso rafforzato la base patrimoniale, avvalendosi di fonti alternative di capitale. Il mercato delle obbligazioni catastrofali, duramente colpito all'indomani della crisi, ha segnato una ripresa dopo il 2010 e le emissioni sono in aumento. La crescita dei premi nelle EME è rimasta sostenuta, spinta in molti paesi dall'espansione economica, e sta restringendo l'ampio divario di penetrazione dei prodotti assicurativi rispetto ai mercati maturi.

In confronto al ramo danni, la ripresa nel ramo vita è stata meno robusta. Gli assicuratori in questo segmento sono stati maggiormente penalizzati durante la crisi a causa della concomitanza di perdite legate alle garanzie insite nei loro prodotti e di un aumento del valore delle passività dovuto al calo dei tassi di interesse. Sebbene i premi incassati si stiano riprendendo dal pronunciato calo subito durante la crisi, la loro crescita è ancora inferiore a quella degli oneri per sinistri e dei riscatti.

La crescita dei premi ha controbilanciato i modesti risultati della gestione finanziaria. I bassi rendimenti delle obbligazioni di alta qualità, una categoria fondamentale di attività per gli assicuratori, continuano a frenare i ricavi da investimenti. Il ROE ha recuperato terreno dal minimo segnato durante la crisi, ma rimane inferiore alla media storica. Le prospettive modeste di crescita e i bassi rendimenti di altre categorie di attività hanno indotto una ricerca di rendimento da parte delle compagnie di assicurazione, alimentando la domanda di titoli più rischiosi (Capitolo II).

I cambiamenti intervenuti nella regolamentazione inaspriscono i requisiti patrimoniali degli assicuratori e impongono vincoli più stringenti per la valutazione delle attività e delle passività a lungo termine. Essi dovrebbero pertanto accrescere la resilienza del settore a shock avversi, nonché l'interesse delle compagnie di assicurazione per i titoli a reddito fisso con flussi di pagamento regolari, tra cui le obbligazioni societarie.

In prospettiva, gli assicuratori, in particolare quelli del ramo vita, sono esposti al rischio di tasso di interesse. L'offerta limitata di attività investibili a lunga scadenza amplifica tale rischio, accentuando il disallineamento in termini di durata media finanziaria tra attività e passività. Da questo punto di vista, i derivati possono fornire un'efficace copertura e gli assicuratori beneficerebbero delle riforme dell'infrastruttura del mercato over-the-counter, che dovrebbero ridurre il rischio di controparte. Ma il rischio di interesse deriva anche dalle garanzie e da altri elementi opzionali incorporati nei prodotti di assicurazione vita con caratteristiche di investimento. Tale rischio è complesso, più difficile da prevedere e da coprire. In questo caso, le riserve di capitale rappresentano una linea di difesa migliore.

Credito bancario e finanziamento sul mercato dei capitali

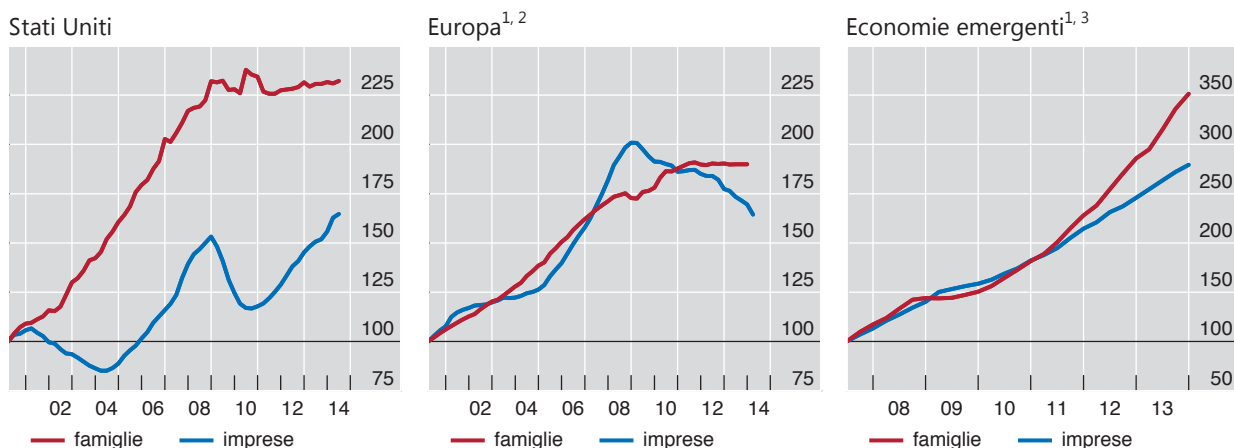
La crisi e le sue conseguenze hanno arrestato la crescita tendenziale dei finanziamenti intermediati dalle banche. Nelle economie avanzate più colpite, il credito bancario alle imprese ha perso terreno a favore delle forme di finanziamento di mercato. Nelle economie emergenti sono cresciute entrambe le fonti di raccolta, ma quella basata sul mercato lo ha fatto a un ritmo più sostenuto.

Nel periodo immediatamente successivo alla crisi, le banche nelle economie più colpite hanno ridotto l'erogazione di credito al fine di risanare i propri bilanci (grafico VI.2, diagrammi di sinistra e centrale). Successivamente il credito erogato alle famiglie da questi intermediari è rimasto stabile, mentre quello concesso alle imprese è diminuito, soprattutto in Europa. Il ristagno della crescita del credito si spiega in parte con la domanda limitata di prestiti di famiglie eccessivamente indebitate e con la fiacchezza della ripresa economica. Ma vi hanno contribuito

Tendenze divergenti del credito bancario

Periodo iniziale = 100, valori nominali

Grafico VI.2



¹ Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. ² Area dell'euro e Regno Unito. ³ Argentina, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Messico, Polonia e Russia.

Fonti: Datastream; statistiche nazionali; stime BRI.

anche fattori dal lato dell'offerta: le banche con bilanci deboli sono state più restie a espandere gli impieghi (grafico VI.3, diagramma di sinistra).

Per contro, il credito bancario è stato vigoroso nei mercati emergenti (grafico VI.2, diagramma di destra). Particolarmente sostenuta è stata la crescita del credito alle famiglie, favorita dai bassi tassi di interesse e dai capitali in fuga dalle economie colpite dalla crisi.

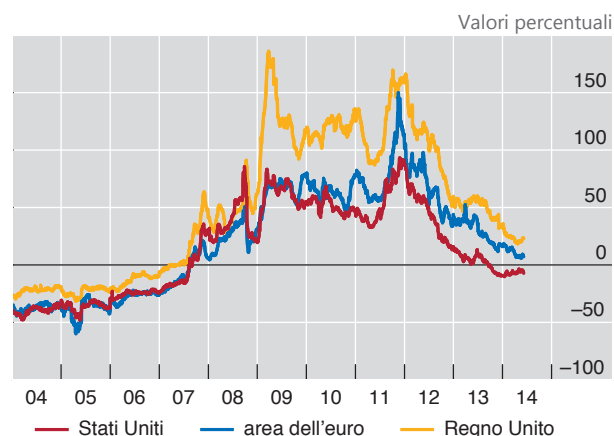
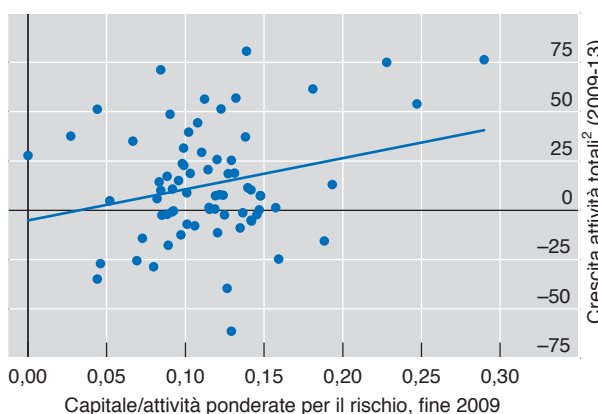
Sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti le imprese si sono finanziate in misura crescente sui mercati obbligazionari, incontrando una forte domanda

Ostacoli al credito bancario

Grafico VI.3

Carenze patrimoniali¹

Costo della raccolta³



¹ Campione di 71 banche in 16 economie avanzate. La relazione positiva riportata concorda con l'analisi di regressione di Cohen e Scatigna (2014). ² In moneta locale. ³ Differenziale corretto per il valore delle opzioni di rimborso (option-adjusted spread) di un sottoindice bancario, meno differenziale corrispondente di un sottoindice di imprese non finanziarie, diviso per il differenziale del sottoindice di imprese non finanziarie. I sottoindici comprendono le attività in moneta locale.

Fonti: B. Cohen e M. Scatigna, "Banks and capital requirements: channels of adjustment", *BIS Working Papers*, n. 443, marzo 2014; Bank of America Merrill Lynch; Bankscope; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

degli investitori. Le società di asset management, alla ricerca di rendimento, hanno infatti fornito finanziamenti a tassi molto interessanti, che le banche non sono state in grado di eguagliare. Di fatto, gli attuali costi di finanziamento delle banche sono superiori a quelli delle imprese (grafico VI.3, diagramma di destra). Questo svantaggio di costo è probabilmente destinato a persistere fintantoché perdureranno timori per la solidità delle banche (si veda oltre).

La ricerca di rendimento da parte degli investitori ha inoltre influito sugli standard creditizi. Le emissioni di strumenti di qualità inferiore sono impennate (Capitolo II). Ne sono un esempio i titoli sovrani dei paesi periferici dell'area dell'euro e gli strumenti di debito bancario ibrido.

Aggiustamenti strutturali nel settore finanziario

La crisi ha prodotto un impatto duraturo sugli intermediari finanziari in tutto il mondo. Costrette da esigenze di redditività, spinte da cambiamenti del quadro regolamentare (riquadro VI.A) e motivate dai segnali del mercato, numerose banche hanno ridefinito il proprio mix operativo. Parallelamente, il settore del risparmio gestito è cresciuto, consolidando la propria posizione nel finanziamento degli investimenti. Tutto ciò ha modificato il panorama finanziario nazionale e internazionale.

Cambiamenti nei modelli di business

Dall'analisi dei bilanci delle singole banche emergono tre modelli operativi che possono essere utilmente impiegati per classificare un campione di grandi banche a livello mondiale². Due di essi differiscono principalmente per le modalità di provvista: le banche che perseguono il modello "retail" ottengono gran parte della loro raccolta da depositanti al dettaglio ed effettuano principalmente attività basilari di intermediazione, in particolare l'erogazione di prestiti. Le banche "wholesale" detengono anch'esse un'ampia quota dell'attivo sotto forma di prestiti, ma attingono una parte significativa della loro provvista dal mercato del finanziamento all'ingrosso. Infine, le banche "trading" sono particolarmente attive nei mercati dei capitali. Esse hanno una quota solo modesta di prestiti in bilancio, effettuano una consistente attività di negoziazione e di investment banking, e si finanziano principalmente sui mercati obbligazionari e interbancari.

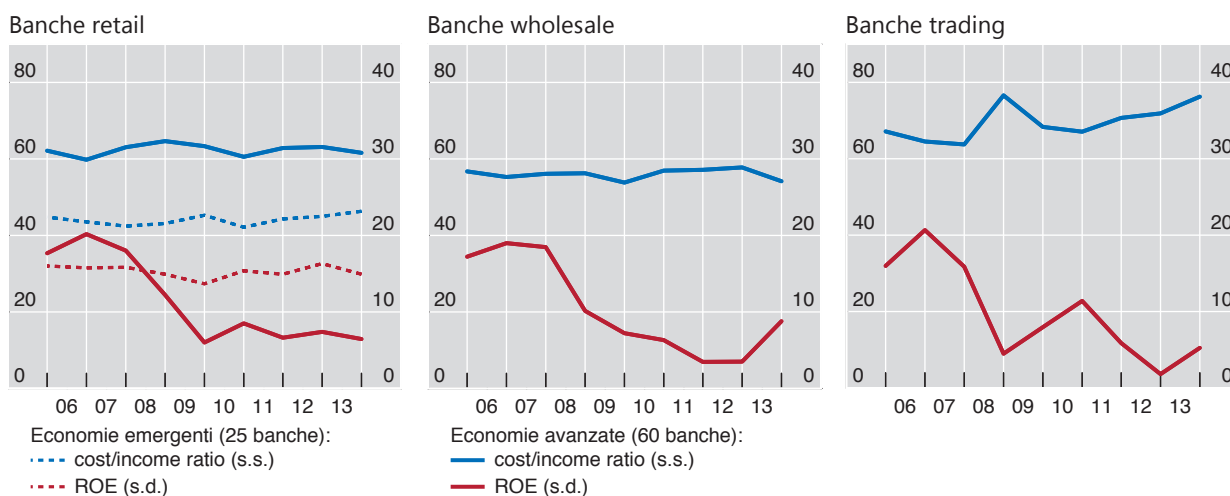
I risultati reddituali e l'efficienza di questi tre modelli di business sono significativamente variati negli ultimi sette anni (grafico VI.4). Lo scoppio della crisi ha fatto precipitare il ROE di tutti questi modelli nelle economie avanzate (linee rosse). Mentre per le banche retail il ROE si è stabilizzato dopo il 2009, per le banche trading e per quelle wholesale ha invece subito drastiche oscillazioni. La situazione è qualitativamente simile in termini di redditività dell'attivo (return on assets, ROA), una misura alternativa che sostanzialmente non risente della leva finanziaria. Per le banche trading, la cui performance è stata peraltro deludente, l'elevata remunerazione del personale ha gonfiato i cost/income ratio, che sono risultati sistematicamente superiori a quelli del resto del settore (linee blu). Le banche con sede nelle EME, che avevano prevalentemente adottato un modello retail e che erano rimaste perlopiù immuni alla crisi, hanno conseguito una

² Per la descrizione di una metodologia che permette di individuare un certo numero di modelli operativi e assegnare a ciascuno di essi le banche del campione, cfr. R. Ayadi, E. Arbak e W. De Groen, *Regulation of European banks and business models: towards a new paradigm?*, Centre for European Policy Studies, 2012.

Efficienza e stabilità degli utili vanno di pari passo

Valori percentuali

Grafico VI.4



Fonti: Bankscope; stime BRI.

performance stabile favorite da una maggiore efficienza in termini di costi rispetto alle loro omologhe delle economie avanzate.

Dopo la crisi molte banche hanno adeguato le proprie strategie, in linea con la performance relativa dei vari modelli operativi (tabella VI.4). Nel campione in esame, un terzo degli istituti di credito che all'inizio della crisi finanziaria nel 2007 rientrava nelle categorie wholesale o trading (19 su 54) era passato al modello retail nel 2012. Nello stesso periodo, invece, poche banche sono passate dal modello retail a un altro modello di business (tre su 38), a conferma della relativa attrattività

Modelli di business: l'attività bancaria tradizionale riacquista popolarità

Numero di banche¹

Tabella VI.4

		Modello di business nel 2007			Totale
		Retail	Wholesale	Trading	
Modello di business nel 2005	Retail	34	10	3	47
	Wholesale	1	23	0	24
	Trading	3	1	17	21
Totale		38	34	20	92
		Modello di business nel 2013			Totale
		Retail	Wholesale	Trading	
Modello di business nel 2007	Retail	35	3	0	38
	Wholesale	14	18	2	34
	Trading	5	2	13	20
Totale		54	23	15	92

¹ Le voci in corsivo indicano il numero di banche che a inizio periodo perseguivano il modello di business indicato nella riga corrispondente e a fine periodo perseguivano il modello di business indicato nella colonna corrispondente. In base a un campione di 92 banche di economie avanzate ed emergenti.

Fonti: Bankscope; elaborazioni BRI.

di un modello incentrato su fonti di reddito e di provvista stabili. Questo recente andamento contrasta con gli sviluppi prima della crisi. Dal 2005 al 2007 solo quattro banche su 45 erano passate al modello retail. Parallelamente, il facile accesso al finanziamento e gli elevati profitti da negoziazione avevano indotto un quarto delle banche con un modello retail nel 2005 (13 su 47) ad adottare un modello diverso nel 2007.

Evoluzione dell'attività bancaria internazionale

Un aspetto essenziale dei modelli di business delle banche con operatività internazionale riguarda la provenienza geografica della provvista rispetto alla destinazione degli impieghi (grafico VI.5, diagramma di sinistra). A un'estremità vi sono le banche tedesche e giapponesi, le cui posizioni internazionali sono perlopiù transfrontaliere e finanziate nel paese di origine. All'estremo opposto vi sono le banche spagnole, canadesi e australiane, che si avvalgono delle dipendenze estere sia per ottenere che per concedere finanziamenti nel paese ospitante. Tra questi due estremi, le banche belghe e svizzere attingono a fonti di provvista geograficamente diversificate e presentano ingenti posizioni transfrontaliere, contabilizzate perlopiù nei centri finanziari internazionali come Londra, New York, Parigi o i Caraibi.

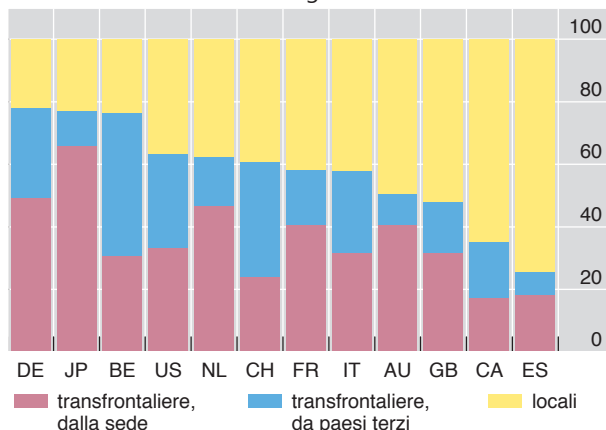
Negli ultimi cinque anni l'attività bancaria internazionale condotta tramite dipendenze all'estero ha dato prova di maggiore resilienza rispetto all'attività transfrontaliera. Ciò è chiaramente visibile nella relazione positiva tra, da un lato, la quota di intermediazione effettuata in loco sul totale degli impieghi esteri di un

Il profilo geografico dell'intermediazione bancaria internazionale è importante

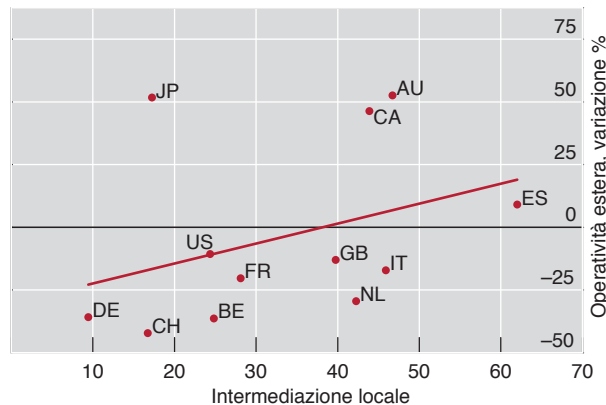
Valori percentuali

Grafico VI.5

Attività estere, in base al luogo di contabilizzazione¹



L'attività di intermediazione locale accresce la resilienza²



Banche con sede legale in: AU = Australia; BE = Belgio; CA = Canada; CH = Svizzera; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; US = Stati Uniti.

¹ A fine del 4° trimestre 2013. Transfrontaliere, dalla sede = posizioni transfrontaliere contabilizzate dalla sede della banca nel paese di origine, più stima del finanziamento transfrontaliero delle posizioni nette positive nei confronti dei residenti nel paese di origine; Transfrontaliere, da paesi terzi = posizioni transfrontaliere contabilizzate al di fuori del paese di origine della banca creditrice; Locali = posizioni contabilizzate nel paese di residenza del prenditore. ² Intermediazione locale = $\sum \min\{LC_{ni}, LL_{ni}\} / FC_n$, dove LC_{ni} (LL_{ni}) corrisponde alle attività (passività) locali nel paese i contabilizzate dalle banche con sede legale in un paese n . L'operatività estera è definita come somma di attività e passività estere. Fra il trimestre Q e il 4° trimestre 2013 si è verificata una variazione percentuale, riportata, dell'operatività estera. Q è il trimestre nel periodo 2° trimestre 2008-2° trimestre 2009 in cui il grado di operatività estera in un particolare sistema nazionale ha raggiunto il livello massimo.

Fonti: statistiche bancarie consolidate BRI (in base al rischio ultimo e al mutuatario immediato); statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità.

sistema bancario e, dall'altro, la crescita complessiva di tali impieghi (grafico VI.5, diagramma di destra). Ad esempio, gli impieghi esteri delle banche australiane sono aumentati sensibilmente per effetto della crescente attività delle loro dipendenze in Nuova Zelanda e nell'Asia emergente. Analogamente, le condizioni favorevoli in America latina hanno permesso alle banche spagnole di aumentare le attività estere, malgrado le pressioni generali sulle banche europee per ridurre il credito estero al fine di preservare il capitale per i mercati nazionali.

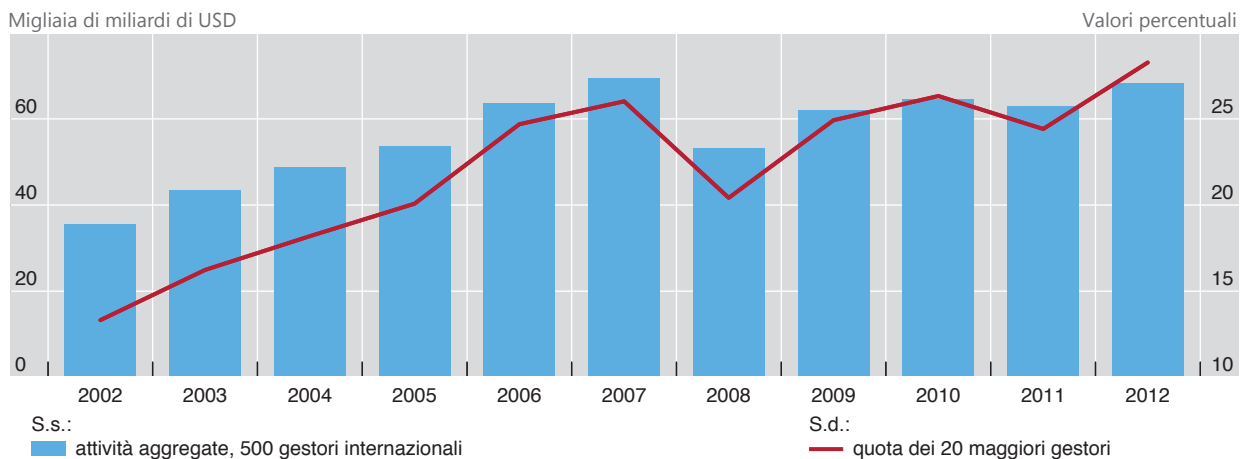
L'attività transfrontaliera, al contrario, durante la crisi aveva subito i contraccolpi del congelamento della liquidità, che aveva messo sotto pressione i mercati finanziari internazionali. Da allora, il credito bancario transfrontaliero ha registrato una flessione, che spiega in gran parte il calo delle attività estere delle banche svizzere e tedesche negli ultimi cinque anni. Al riguardo, il notevole aumento degli impieghi transfrontalieri degli istituti bancari giapponesi, principalmente nei confronti di residenti negli Stati Uniti e nell'Asia emergente, rappresenta un'eccezione degna di nota.

L'ascesa del settore dell'asset management

In seguito alla riorganizzazione delle linee di business delle banche e al ridimensionamento di alcune loro attività sul mercato dei capitali, l'intermediazione finanziaria per il tramite dei mercati ha guadagnato terreno. La crescita del settore del risparmio gestito ne è un esempio lampante. Poiché sono responsabili dell'investimento di ampi portafogli mobiliari, gli asset manager possono avere un impatto significativo sul funzionamento del mercato, sulle dinamiche dei prezzi delle attività e, in definitiva, sui costi di finanziamento di amministrazioni pubbliche, imprese e famiglie.

Le società di asset management (asset management companies, AMC) gestiscono portafogli di titoli per conto degli investitori finali, sia al dettaglio sia all'ingrosso. Esse investono il risparmio delle famiglie e le eccedenze di liquidità delle piccole imprese, ma anche somme ingenti per conto di investitori istituzionali, come fondi pensione pubblici e privati, compagnie di assicurazione, tesorerie aziendali e fondi di ricchezza sovrani.

Le forme contrattuali possono variare considerevolmente in termini di struttura e caratteristiche dei prodotti, in funzione degli obiettivi di investimento dei clienti. Ad esempio, i fondi comuni di investimento aperti e chiusi riuniscono i capitali dei singoli investitori in portafogli più ampi, gestiti su base collettiva. Per contro, i fondi pensione pubblici e privati possono affidare alle AMC capitali che vengono gestiti in conti segregati sulla base di mandati creati su misura per le esigenze dei clienti. Nella maggior parte dei casi, le AMC non mettono a rischio il proprio bilancio nella gestione di detti patrimoni. Offrono invece, a fronte di una commissione, economie di scala e di scopo sotto forma di competenze nella selezione dei titoli, nell'esecuzione e nel timing delle transazioni, nonché nell'amministrazione dei portafogli. Vi sono tuttavia eccezioni. Ad esempio, gli hedge fund gestiscono attivamente i portafogli seguendo strategie di investimento improntate a un'elevata propensione al rischio e a un rilevante ricorso alla leva finanziaria. I gestori di hedge fund partecipano al fondo con il proprio patrimonio e sono remunerati sulla base della performance. Una forma nascosta di leva finanziaria riguarda in maniera analoga le rassicurazioni implicite fornite dai fondi monetari sulla preservazione del capitale. La AMC responsabile di tali fondi potrebbe sentirsi in dovere di coprire eventuali ammanchi dovuti a una performance scadente del portafoglio. La copertura, esplicita o implicita, dei prestiti assunti da un fondo da parte del gruppo che gestisce il fondo stesso è un altro fattore in grado di mettere a repentaglio il bilancio delle AMC.



Fonti: Towers Watson; stime BRI.

Il settore del risparmio gestito ha registrato una crescita sostenuta negli ultimi anni. Sebbene l'eterogeneità dei profili delle AMC e dei prodotti complichino la misurazione statistica, le stime indicano che le masse totali in gestione sono nell'ordine di decine di migliaia di miliardi di dollari USA (grafico VI.6). Nonostante la breve riduzione delle dimensioni del portafoglio aggregato registrata durante la crisi, principalmente per le minori valutazioni piuttosto che il disimpegno dei clienti, nel 2012 le AMC gestivano un volume di fondi doppio rispetto a 10 anni prima.

La crescita del settore ha coinciso con un incremento della quota di mercato dei maggiori operatori: le AMC leader del mercato gestiscono infatti oltre un quarto dei patrimoni totali in gestione (grafico VI.6, linea rossa). La concentrazione è massima al vertice, dove un ristretto gruppo di operatori domina le classifiche. Molte di queste AMC sono affiliate e/o operano all'interno dello stesso gruppo di grandi istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica.

L'ascesa del settore del risparmio gestito presenta sia opportunità sia rischi per la stabilità finanziaria. Da un lato, il rafforzamento dell'intermediazione finanziaria basata sul mercato può fornire a imprese e famiglie un canale complementare rispetto al credito bancario (cfr. il riquadro VI.C per un esempio). La crescita dei portafogli delle AMC rispecchia infatti la ricomposizione del finanziamento all'economia reale, dove il peso delle banche è diminuito a vantaggio di quello dei mercati. La maggiore diversità delle fonti di raccolta può rappresentare un punto di forza nella misura in cui una fonte può ovviare a eventuali problemi di offerta dell'altra. Ciò detto, il nesso fra incentivi e obiettivi che influenza le scelte delle AMC può incidere negativamente sulle dinamiche del mercato e sui costi di finanziamento dell'economia reale. I gestori di portafogli sono valutati sulla base dei risultati di breve periodo, e i ricavi sono legati alle oscillazioni dei flussi di capitali dei clienti. Questo sistema può accentuare la prociclicità dei prezzi delle attività, alimentando la dinamica di mercato nelle fasi di espansione e dando luogo a brusche fughe da alcune classi di attività nei momenti di tensione.

Una maggiore concentrazione del settore può rafforzare questo effetto. Le singole imprese che gestiscono ampi portafogli di attività possono talvolta esercitare un influsso sproporzionato sulle dinamiche di mercato. Ciò vale in particolare nel caso in cui diversi gestori all'interno della stessa società condividano ricerche e idee di investimento e applichino le stesse valutazioni del rischio prodotte dal vertice. La minore diversità del mercato indebolisce la capacità del sistema di

Il finanziamento degli investimenti infrastrutturali

Gli investimenti infrastrutturali, se adeguatamente mirati e definiti, possono favorire la crescita potenziale. Nelle economie sia emergenti sia avanzate vi è la necessità di creare o rinnovare importanti opere infrastrutturali legate al trasporto o all'energia. In molti paesi la difficile situazione dei conti pubblici impone limiti precisi alla disponibilità di finanziamenti pubblici, rendendo ancora più importante promuovere il finanziamento privato dei progetti di questo tipo. Per poter realizzare tale potenziale occorrono chiarezza riguardo al concepimento e al funzionamento dei progetti, e una gamma diversificata di strumenti di finanziamento.

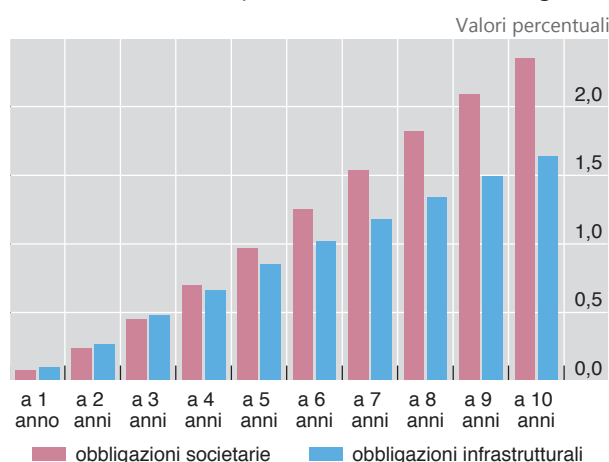
Uno dei principali ostacoli che si frappongono a un maggiore ruolo dei finanziamenti privati è l'incertezza relativa alla realizzazione futura dei progetti. Per gli investitori privati l'attrattiva di un progetto dipende spesso dalla strutturazione dei contratti giuridici che disciplinano la distribuzione dei rischi e dei flussi finanziari. Un'errata definizione dei contratti può portare a uno sfioramento dei costi e persino al fallimento del progetto stesso. Anche i rischi politici rivestono un ruolo determinante. Ad esempio, laddove in passato si siano spesso modificati per ragioni politiche i prezzi praticabili dai concessionari delle infrastrutture, la percezione di tali rischi sarà di gran lunga maggiore. I finanziatori privati saranno disposti a sostenere i costi fissi necessari a costituire le competenze del caso soltanto se sapranno di poter investire in progetti ben pianificati, che non rischiano di essere cancellati o pesantemente modificati nel corso del lungo periodo di gestazione e realizzazione. In caso contrario, privilegeranno categorie di attività meno complesse.

Un altro fattore in grado di attirare investimenti di portafoglio a lungo termine è una maggiore diversificazione degli strumenti di finanziamento. Le obbligazioni infrastrutturali, ad esempio, sono strumenti potenzialmente appetibili per i fondi pensione e le compagnie di assicurazione. Nell'arco del lungo ciclo di vita dei progetti infrastrutturali, il rischio di credito insito in queste obbligazioni tende a ridursi più rapidamente rispetto a quanto avviene nel caso di obbligazioni societarie comparabili (grafico VI.C, diagramma di sinistra)¹. Le obbligazioni infrastrutturali tendono inoltre a offrire una maggiore stabilità in termini di rating e tassi di recupero più elevati in caso di default. Anche veicoli di investimento specializzati, come i fondi di investimento in infrastrutture, possono attirare nuovi investitori offrendo la possibilità di diversificare il rischio su più progetti in settori o paesi distinti. Ciò nonostante, i prestiti bancari rimangono la principale forma di capitale di debito per il finanziamento delle

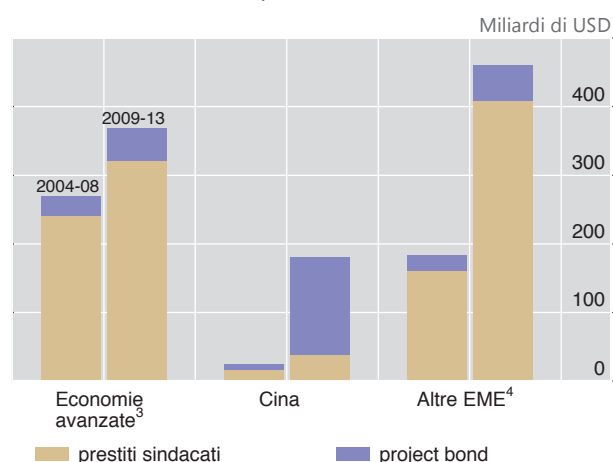
Finanziamento delle opere infrastrutturali: profilo delle insolvenze, volumi e composizione

Grafico VI.C

Rischio relativamente più basso sulle scadenze lunghe¹



Aumento dei volumi dopo la crisi²



¹ Tassi di insolvenza cumulati delle obbligazioni investment grade. ² Emissioni aggregate nei periodi 2004-08 e 2009-13. Le emissioni in moneta locale sono convertite in dollari USA al tasso di cambio prevalente alla data di emissione. ³ Australia, Canada, Europa occidentale, Giappone e Stati Uniti. ⁴ Altre economie emergenti: Africa, America latina, Asia emergente esclusa la Cina, Europa centrale e orientale e Medio Oriente.

Fonti: Moody's Investors Service, "Infrastructure default and recovery rates 1983-2012 H1", Special Comment, 18 dicembre 2012; Bloomberg; Dealogic; elaborazioni BRI.

infrastrutture (grafico VI.C, diagramma di destra). Se da un lato tali prestiti presentano vantaggi durante le fasi di realizzazione e di iniziale operatività, dall'altro le obbligazioni potrebbero essere usate maggiormente per i progetti già avviati o per la privatizzazione di infrastrutture esistenti. Nelle economie emergenti, la loro emissione è collegata allo sviluppo dei mercati nazionali in moneta locale^②.

① Pertanto, i titoli di debito infrastrutturali a più lunga scadenza non sono necessariamente più rischiosi di quelli corrispondenti con scadenza più breve. Cfr. M. Sorge, "La natura del rischio di credito nel 'project finance'", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2004, pagg. 97-108. ② Per maggiori dettagli, cfr. T. Ehlers, F. Packer ed E. Remolona, "Infrastructure and corporate bond markets in Asia", in A. Heath e M. Read (ed.), *Financial Flows and Infrastructure Financing*, paper redatto per la conferenza annuale della Reserve Bank of Australia, marzo 2014.

far fronte a episodi di tensione. Un altro potenziale timore legato alla concentrazione è che i problemi operativi o legali delle grandi AMC possano produrre effetti sistemici di vasta entità.

Qual è la reale solidità delle banche?

Occorre ancora che le banche intraprendano misure importanti per accrescere la loro resilienza e assicurare la sostenibilità a lungo termine dei modelli di business prescelti. Al fine di riconquistare la fiducia dei mercati, gli istituti di credito in diversi paesi colpiti dalla crisi devono continuare a risanare i propri bilanci, riconoscendo le perdite e ricapitalizzandosi. Ciò ridurrebbe i loro costi di finanziamento e rafforzerebbe la loro capacità di intermediazione. Al tempo stesso, le banche che operano in (o sono altrimenti esposte a) paesi che di recente hanno attraversato una fase di boom finanziario dovrebbero astenersi da un'espansione eccessiva e assicurarsi di avere le risorse necessarie per assorbire le perdite derivanti da un'eventuale svolta del ciclo finanziario (Capitolo IV).

Le banche in una fase di ripresa dalla crisi

Le banche direttamente colpite dalla crisi finanziaria non si sono ancora del tutto riprese. Sebbene, come già accennato, le loro posizioni patrimoniali siano migliorate, gli analisti e i mercati rimangono scettici. Questo pessimismo trova riscontro nei rating "stand-alone", che rispecchiano la solidità finanziaria intrinseca delle banche senza tenere conto di eventuali garanzie esplicite e implicite offerte dalla casa madre o dallo Stato, nonché nei rating "all-in", che stimano l'affidabilità creditizia complessiva. Esso è altresì evidente nella valutazione del patrimonio netto di alcune banche e nei differenziali che il mercato applica al debito bancario.

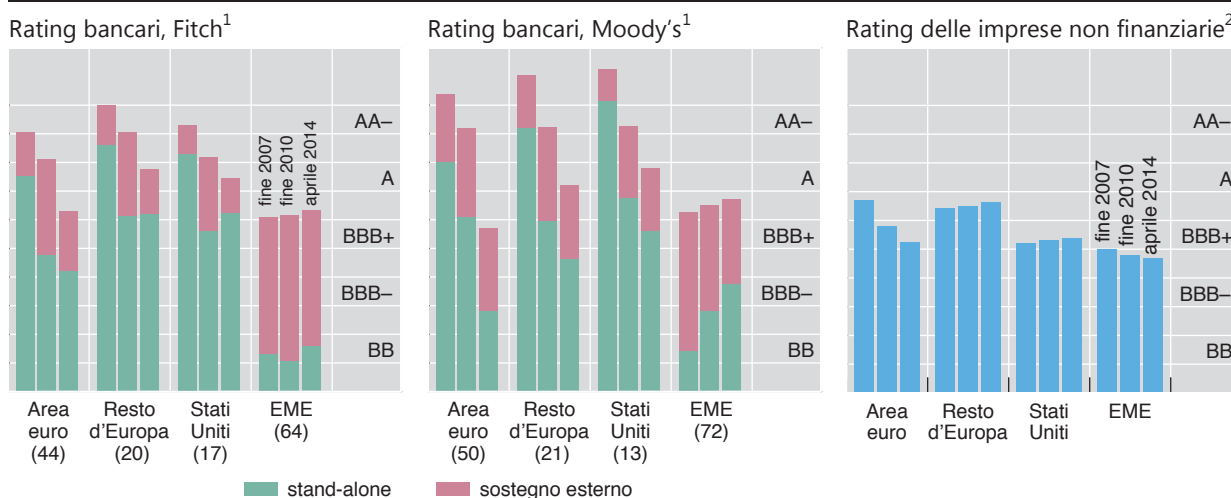
Nell'aprile 2014 i rating stand-alone delle banche su entrambe le sponde dell'Atlantico erano inferiori di diversi gradi ai rispettivi livelli pre-crisi (grafico VI.7, diagrammi di sinistra e centrale, segmenti verdi delle barre). La crisi aveva messo a nudo la natura oltremodo ottimistica dei rating del 2007, innescando un'ondata di marcati declassamenti. Le valutazioni della solidità intrinseca delle banche da parte delle principali agenzie di rating hanno continuato a essere riviste al ribasso anche dopo il 2010, mostrando segni marginali di miglioramento solo più di recente.

Un livello basso e in calo dei rating stand-alone può minare la fiducia nel settore bancario. Anzitutto, solleva dubbi sulle valutazioni condotte dalle stesse banche, secondo cui la loro solidità finanziaria starebbe migliorando. In aggiunta, esso implica che per migliorare il proprio merito di credito le banche debbano fare un affidamento maggiore che in passato sul sostegno esterno. Tuttavia, essendo alle prese con problemi finanziari propri, o nel tentativo di ridurre l'esposizione

I rating delle banche restano bassi

Medie ponderate in base alle attività

Grafico VI.7



¹ Numero di banche fra parentesi. ² Moody's.

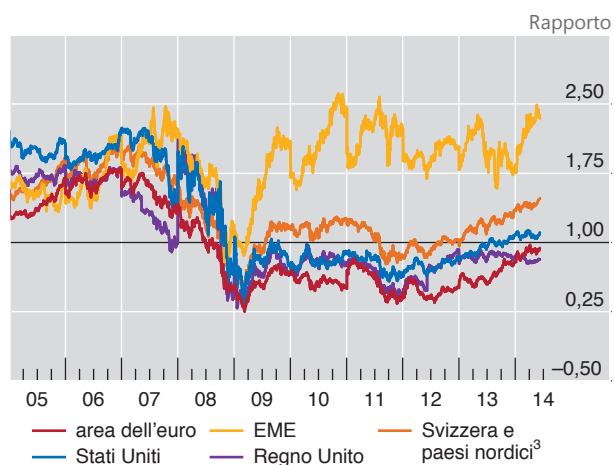
Fonti: Fitch Ratings; Moody's; elaborazioni BRI.

dei contribuenti ai rischi del settore finanziario, i governi hanno evidenziato una minore capacità e una minore propensione a fornire un sostegno di questo tipo. Di conseguenza, i rating all-in delle banche si sono deteriorati di pari passo, o in misura ancora maggiore, dei rating stand-alone (grafico VI.7, diagrammi di sinistra e centrale, somma dei segmenti verdi e rossi delle barre).

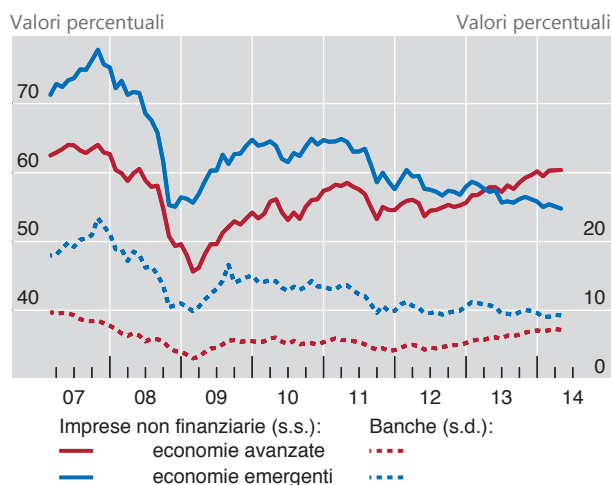
Anche gli indicatori basati sui prezzi desunti dai mercati creditizi e azionari denotano un clima di scetticismo, specie in relazione alle banche dell'area dell'euro e del Regno Unito. Considerati i rating creditizi delle imprese non finanziarie (grafico VI.7, diagramma di destra), tale scetticismo ha dato luogo a un differenziale positivo tra i costi di finanziamento delle banche e quelli che i loro potenziali clienti possono ottenere sul mercato (grafico VI.3, diagramma di destra). Unitamente a una lenta ripresa dei mercati interbancari e pronti contro termine, ciò ha ridotto il vantaggio di costo delle banche, facendo perdere loro terreno rispetto all'intermediazione basata sui mercati dei capitali. In aggiunta, i rapporti prezzo/valore contabile (price-to-book) per le banche dell'area dell'euro e del Regno Unito sono rimasti sistematicamente inferiori all'unità, a differenza di quelli delle banche statunitensi, le quali sembrano aver riconquistato la fiducia dei mercati (grafico VI.8, diagramma di sinistra).

Nonostante gli sforzi di ricapitalizzazione post-crisi, permangono dubbi sulla qualità dei bilanci di alcune banche. L'accresciuta raccolta di nuovi fondi ha contribuito all'aumento tendenziale della capitalizzazione di mercato delle banche, sia in termini assoluti che rispetto al valore contabile delle passività (grafico VI.8, diagramma di destra, linee rosse). Tuttavia, la capacità del capitale di assorbire le perdite future è drasticamente ridotta dalle perdite non riconosciute sulle attività ereditate dal passato. Le perdite non riconosciute distorcono gli incentivi delle banche, dirottando risorse verso il sostegno di prenditori in difficoltà a scapito del finanziamento di nuovi progetti. Man mano che si palesano, tali perdite vanno ad accrescere l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei prestiti. A distanza di sei anni dall'apice della crisi, tale incidenza ha continuato ad aumentare nei paesi periferici dell'area dell'euro (grafico VI.9, diagramma di sinistra), dove peraltro i

Rapporto prezzo/valore contabile¹



Rapporto di capitalizzazione²



¹ Basato su 200 grandi banche. Gli aggregati sono calcolati come capitalizzazione complessiva di mercato delle istituzioni con sede legale in una particolare regione, divisa per il valore contabile totale corrispondente del patrimonio netto. ² Capitalizzazione di mercato a livello regionale, divisa per la somma della capitalizzazione di mercato a livello regionale e del valore contabile delle passività a livello regionale; medie dei tre mesi precedenti; in base al campione di entità elencate di Moody's KMV. ³ Paesi nordici = Danimarca, Norvegia e Svezia.

Fonti: Datastream; Moody's; elaborazioni BRI.

nuovi prestiti sono rimasti modesti. Analogamente, le banche dell'Europa centrale segnalano dal 2008 un'incidenza dei crediti deteriorati persistentemente elevata, se non addirittura in rapida crescita (grafico VI.9, diagramma di destra).

Negli Stati Uniti la situazione è assai diversa. Dopo il 2009 il settore bancario del paese ha registrato un progressivo calo della quota di crediti deteriorati, che a fine 2013 era scesa sotto il 4%. Assieme alla crescita sostenuta degli impieghi, tale andamento indica che il settore ha compiuto progressi considerevoli nel superamento della crisi. Le persistenti difficoltà sul fronte dei mutui ipotecari, tuttavia, hanno mantenuto oltre il 7% la quota di crediti deteriorati delle due maggiori agenzie di emanazione governativa nel 2013.

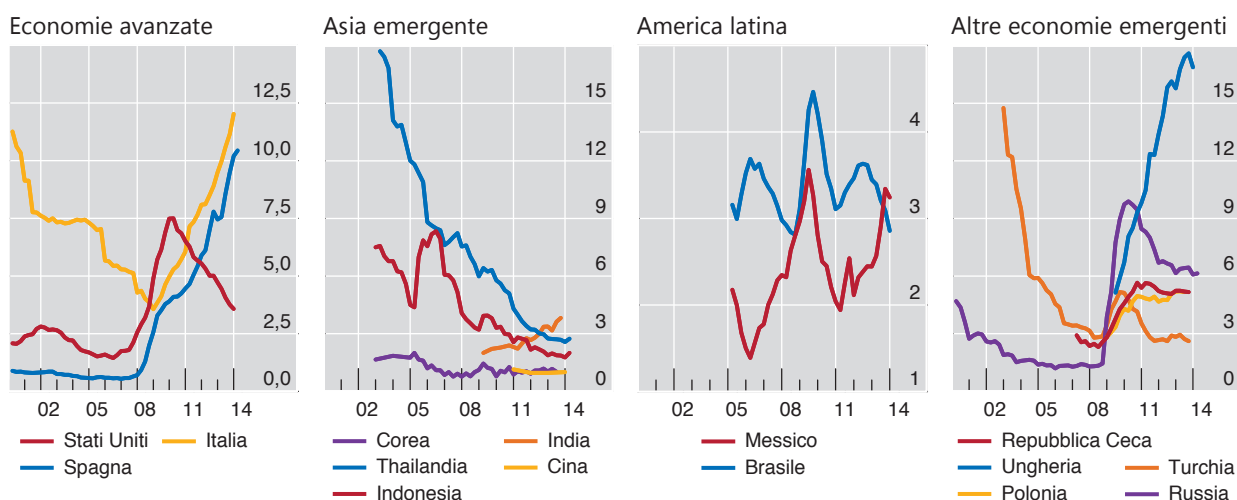
Imporre un risanamento dei bilanci rappresenta un'importante sfida nell'area dell'euro, resa più difficile da un prolungato periodo di tassi di interesse estremamente bassi. Nella misura in cui favorisce ampi margini di interesse, il livello contenuto dei tassi fornisce una boccata d'ossigeno alle banche in difficoltà. Tuttavia, esso riduce anche il costo dell'acquiescenza (forbearance), ossia il mantenimento a galla di prenditori insolventi al fine di rinviare il riconoscimento delle perdite, e incoraggia pertanto tale prassi. L'esperienza del Giappone degli anni novanta dimostra che, se protratta nel tempo, l'acquiescenza non solo destabilizza il settore bancario direttamente, ma fa anche da freno all'offerta di credito e ne determina un'allocatione distorta (Capitolo III). Ciò sottolinea l'importanza della verifica della qualità degli attivi da parte della BCE, che punta ad accelerare il processo di risanamento dei bilanci, ponendo le basi per la conduzione di stress test credibili.

L'obiettivo delle prove di stress è quello di ripristinare e rafforzare la fiducia del mercato nel settore bancario. In definitiva, tuttavia, sarà la capacità delle banche stesse di valutare i propri rischi che sosterrà questa fiducia su base continuativa. Donde l'importanza delle iniziative ufficiali volte a promuovere la trasparenza, l'affidabilità e l'armonizzazione internazionale dei sistemi di misurazione del rischio, nonché l'informativa pubblica.

I crediti deteriorati assumono andamenti divergenti

In percentuale dei prestiti totali

Grafico VI.9



Le definizioni differiscono a seconda dei paesi.

Fonti: FMI, *Financial Soundness Indicators*; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Le banche a uno stadio avanzato di boom finanziario

Nei paesi che hanno di recente registrato boom finanziari le banche potrebbero essere più deboli di quanto sembrano. Questa preoccupazione riguarda soprattutto gli istituti di credito esposti a quelle economie emergenti in cui le prospettive apparentemente favorevoli del credito e le ottime potenzialità di profitto sono dipese da un'espansione instabile basata sulla leva finanziaria. Una preoccupazione simile vale anche per l'attività bancaria in alcune economie avanzate, come la Svizzera e i paesi nordici, dove le elevate valutazioni (grafico VI.8, diagramma di sinistra) potrebbero riflettere una crescita rapida del credito e un andamento esuberante dei prezzi degli immobili (Capitolo IV).

In base a diversi indicatori, il quadro che si staglia per le banche delle EME è ottimistico. In primo luogo, l'incidenza dei crediti deteriorati sui prestiti totali delle banche con sede in alcuni paesi dell'Asia e dell'America latina è stata bassa e in calo, collocandosi su livelli prossimi o inferiori al 3% circa a fine 2013 (grafico VI.9, secondo e terzo diagramma). A questo riguardo fa eccezione l'India, dove tale incidenza è aumentata. In secondo luogo, i rating creditizi attribuiti da Fitch e da Moody's alle grandi banche delle EME sono rimasti stabili e sono persino migliorati leggermente su base aggregata dal 2007 (grafico VI.7). I corrispondenti rapporti prezzo/valore contabile sono inoltre risultati elevati, oscillando intorno a 2 negli ultimi cinque anni (grafico VI.8, diagramma di sinistra).

Ciò detto, in passato gli indicatori di questo tipo non sono stati efficaci nel segnalare la presenza di vulnerabilità. A causa della sua natura retrospettiva, l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei prestiti nelle economie avanzate è aumentata soltanto nel 2008, quando la crisi era già in atto (grafico VI.9, diagramma di sinistra). Analogamente, i rating creditizi e le valutazioni di mercato pre-crisi non hanno messo in guardia dalle imminenti tensioni finanziarie.

Per contro, le misure dell'espansione del credito e della crescita dei prezzi immobiliari, che si sono dimostrati affidabili indicatori di allerta precoce, lanciano segnali di allarme per diverse economie emergenti (Capitolo IV). A questi avvertimenti

fanno eco gli indici di capitalizzazione, che rapportano il valore di mercato del capitale azionario al valore contabile delle passività (grafico VI.8, diagramma di destra, linee blu). Sulla scia di un'espansione dei bilanci basata sulla leva finanziaria, questi indici sono progressivamente diminuiti a livello aggregato, sia per le banche sia per le imprese non finanziarie nelle EME. Pertanto, qualunque evento che destasse lo scetticismo degli investitori deprimerebbe gli indici di capitalizzazione da un livello iniziale già basso, mettendo potenzialmente a repentaglio la stabilità finanziaria. Il settore delle imprese non finanziarie delle EME è una componente importante del quadro, non solo perché è la principale fonte di rischio di credito per le banche nazionali, ma anche perché di recente è entrato nella catena dell'intermediazione (Capitolo IV).

A indicazione del crescente scetticismo degli investitori, i rapporti prezzo/valore contabile delle banche cinesi hanno registrato un andamento divergente rispetto a quelli di altre EME, evidenziando un calo negli ultimi cinque anni. A tale scetticismo hanno contribuito i legami espliciti e impliciti tra le banche soggette a regolamentazione e gli intermediari appartenenti al sistema bancario ombra. Le statistiche nazionali indicano che il credito non bancario alle imprese non finanziarie private si è settuplicato tra la metà del 2008 e la fine del 2013, accrescendo la propria quota sul credito totale del paese dal 10 al 25%. Le fragilità che accompagnano questa rapida espansione sono state messe in evidenza da una serie di insolvenze e di problemi presso gli istituti bancari ombra cinesi, e hanno contribuito a una drastica riduzione dell'offerta interna di credito nel primo trimestre 2014. Gli analisti del settore si aspettano che tali difficoltà si ripercuotano sulle banche, non da ultimo poiché esse hanno agito da emittenti e distributrici di prodotti del sistema bancario ombra.

Le autorità nelle EME devono allertare le banche sulla portata dei rischi attuali, garantire l'applicazione di una rigorosa gestione dei rischi e rafforzare le misure macroprudenziali. Per cominciare, il deterioramento delle prospettive di crescita in queste economie richiede una revisione al ribasso delle previsioni sugli utili. Inoltre, le autorità dei mercati emergenti dovranno gestire le ripercussioni del progressivo rientro dal grado di accomodamento monetario nelle economie avanzate. Le tensioni di mercato collegate a tale rientro (Capitoli II e IV) hanno evidenziato l'importanza di una corretta gestione del rischio di interesse e del rischio di cambio. Più in generale, l'accumulo di vulnerabilità finanziarie sottolinea come sia necessario non lasciarsi ingannare da un falso senso di sicurezza e riesaminare gli strumenti macroprudenziali già utilizzati in passato (riquadro VI.D). Le economie emergenti sono state fra le prime ad adottare tali strumenti e hanno maturato una notevole esperienza riguardo al loro funzionamento e alla loro efficacia. Tale esperienza può fornire le basi per un ulteriore affinamento e miglioramento dell'impostazione della politica macroprudenziale.

L'efficacia degli strumenti prudenziali anticiclici

Le politiche volte a risolvere le vulnerabilità macrofinanziarie necessitano di strumenti efficaci che adottino una prospettiva di sistema. Negli ultimi anni varie giurisdizioni hanno rafforzato l'orientamento sistemico dei rispettivi assetti prudenziali ridisegnando gli strumenti macroprudenziali esistenti e introducendone di nuovi, al fine di attenuare i rischi derivanti dal ciclo finanziario. Strumenti analoghi sono inoltre stati inseriti negli standard internazionali. Per quanto sia prematuro cercare di trarre conclusioni definitive sull'efficacia degli strumenti di nuova introduzione, come i buffer patrimoniali anticiclici, l'esperienza storica di alcune giurisdizioni con strumenti simili può offrire alcuni utili spunti.

Il parametro di riferimento per valutare l'efficacia dei singoli strumenti dipende dall'obiettivo ricercato. Nel caso degli strumenti anticiclici esistono due obiettivi complementari: il primo, più circoscritto, è proteggere le istituzioni finanziarie dagli effetti del ciclo; il secondo, più generale, è mitigare il ciclo finanziario. Il conseguimento dell'obiettivo circoscritto non garantisce il conseguimento dell'obiettivo più generale, come conferma l'esperienza maturata sinora dalle autorità con i principali strumenti anticiclici.

Buffer patrimoniali e accantonamenti dinamici

Varie giurisdizioni hanno introdotto un requisito patrimoniale anticiclico, al fine di accrescere la resilienza delle banche a fronte del rischio accumulato durante i boom creditizi. La Svizzera ha attivato uno strumento di questo tipo nel 2013, mirato al mercato ipotecario interno. Le prime indicazioni disponibili fanno ritenere che lo strumento sia più efficace nel rafforzare i bilanci bancari che non nel rallentare la crescita dei mutui ipotecari o influenzarne il costo. Questa esperienza rispecchia quella della Spagna con gli accantonamenti dinamici. Un volume maggiore di accantonamenti ha in parte aiutato le banche spagnole ad attutire l'impatto dello scoppio della bolla immobiliare, ma non aveva impedito che tale bolla si formasse.

Rapporti fra valore del prestito e valore della garanzia (LTV) e fra servizio del debito e reddito (DSTI)

Questi strumenti sono utilizzati da più tempo in varie giurisdizioni. Le evidenze indicano che essi contribuiscono a migliorare la resilienza delle banche accrescendo quella dei debitori. Vari studi rilevano che un abbassamento del rapporto LTV massimo consentito riduce la sensibilità delle famiglie agli shock relativi al reddito e ai prezzi degli immobili. L'impatto sul ciclo del credito non è documentato in modo altrettanto esauriente, ma l'esperienza suggerisce che un inasprimento dei massimali sui rapporti LTV e DSTI durante le fasi di forte ascesa rallenta in qualche misura la crescita del credito in termini reali e l'aumento dei prezzi degli immobili. In particolare, una riduzione standard del rapporto DSTI massimo consentito provoca una decelerazione di 4-7 punti percentuali della crescita del credito nell'anno successivo, mentre un suo innalzamento produce effetti meno chiari[Ⓛ].

Requisiti di liquidità/obblighi di riserva variabili nel tempo

Come nel caso dei buffer patrimoniali, un innalzamento dei buffer di liquidità impatta chiaramente sulla resilienza delle banche. Vi sono inoltre indicazioni che gli strumenti macroprudenziali legati alla liquidità possono essere efficaci nel migliorare la resilienza a livello di sistema[Ⓜ]. Le evidenze della loro efficacia nell'attenuare il ciclo del credito sono invece meno solide. Gli studi sull'impatto di un aumento della riserva obbligatoria rilevano un ampliamento del differenziale fra tassi attivi e tasso ufficiale e una contrazione del credito, senza tuttavia effetti duraturi.

[Ⓛ] Cfr. S. Claessens, S. Ghosh e R. Mihet, "Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities", *Journal of International Money and Finance*, vol. 39, dicembre 2013, pagg. 153-185; e K. Kuttner e I. Shim, "Can non-interest rate policies stabilise housing markets? Evidence from a panel of 57 economies", *BIS Working Papers*, n. 433, novembre 2013. [Ⓜ] Per uno studio del net stable funding ratio, cfr. CBVB, *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, agosto 2010.