

II. Dal pronto soccorso alla terapia intensiva: retrospettiva dell'anno trascorso

I prezzi delle attività e l'economia hanno segnato una ripresa dai minimi raggiunti durante la crisi finanziaria. La caduta delle quotazioni innescata dal fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008 si è arrestata nel marzo 2009, quando i prezzi degli strumenti rischiosi hanno iniziato a risalire, in alcuni casi in misura significativa. L'attività economica internazionale si è stabilizzata verso la metà dello scorso anno e ha successivamente ripreso a espandersi. Gli squilibri finanziari all'origine della crisi hanno cominciato a correggersi. Le banche hanno avviato un processo di risanamento dei bilanci e di ridimensionamento della leva finanziaria, che tuttavia è ancora lungi dall'essere completo. In alcuni dei paesi più colpiti dalla crisi, anche le famiglie hanno iniziato a ridurre l'indebitamento, ma in misura molto minore rispetto ai periodi successivi a crisi passate.

La ripresa, quindi, è in atto, ma resta fragile. Gli interventi di politica economica senza precedenti effettuati negli ultimi tre anni sono riusciti a evitare una nuova Grande Depressione, ma stanno raggiungendo i propri limiti. I disavanzi di bilancio sono aumentati al punto da sollevare interrogativi circa la sostenibilità delle finanze pubbliche (Capitolo V). L'indebitamento pubblico ha in effetti sostituito quello privato quale principale fonte di preoccupazione degli investitori, come testimonia la turbolenza che ha colpito i mercati finanziari nel secondo trimestre 2010. Diversi paesi hanno reagito annunciando misure di consolidamento fiscale.

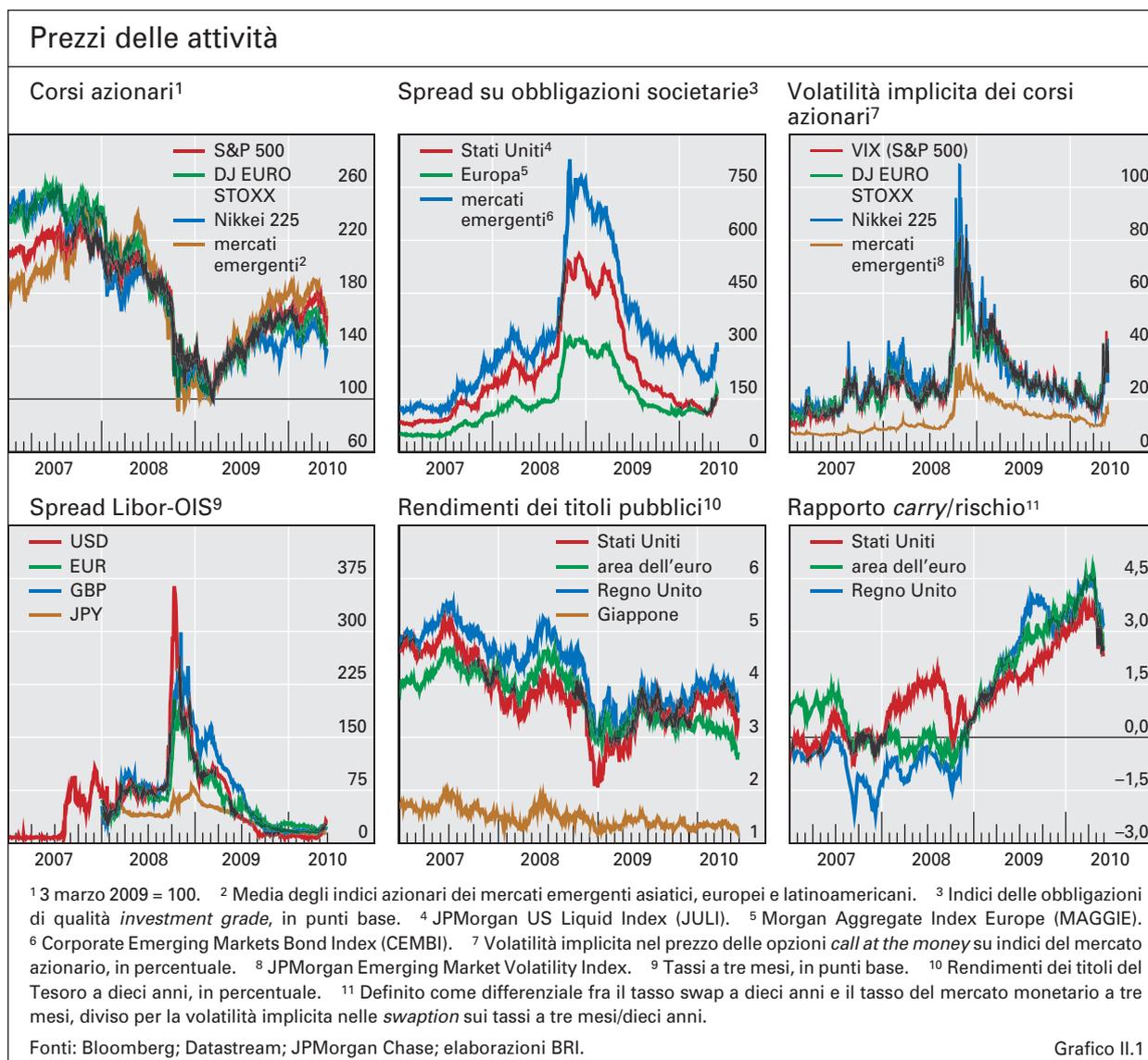
In un siffatto contesto, la politica monetaria è posta di fronte a un dilemma. Da un lato, un prematuro rialzo dei tassi di interesse e il ridimensionamento dei bilanci fortemente dilatati delle banche centrali potrebbero pregiudicare la ripresa. Dall'altro, tuttavia, un inasprimento tardivo potrebbe rallentare il necessario processo di aggiustamento e pregiudicare così la stabilità del sistema finanziario nel medio periodo (Capitolo III).

Una ripresa incerta

Rimbalzo dei mercati

La ripresa dei mercati finanziari ha preceduto quella dell'attività economica nelle maggiori economie avanzate. Nel primo trimestre 2009 i principali indicatori economici sono rimasti su livelli depressi, ma gli investitori hanno focalizzato l'attenzione sui primi segnali di un'imminente stabilizzazione delle condizioni economiche. Tra il marzo 2009 e l'aprile 2010 le quotazioni azionarie sono notevolmente aumentate in tutto il mondo, pur rimanendo al disotto dei

Ripresa trainata dai mercati finanziari



massimi raggiunti prima della crisi (grafico II.1). Gli spread creditizi si sono ridotti fino a riportarsi pressoché in linea con la loro media di lungo periodo, le volatilità implicite sono scese ai livelli più bassi dalla metà del 2007 e i rendimenti dei titoli pubblici, in particolare negli Stati Uniti, sono risaliti dai minimi raggiunti a fine 2008. L'attenuarsi delle tensioni sui mercati monetari ha accresciuto la disponibilità delle banche a finanziarsi reciprocamente, con un conseguente sensibile restringimento del differenziale tra il Libor e il tasso sugli *overnight index swap* (OIS) rispetto ai massimi di fine 2008.

Molti anche se non tutti i mercati dove l'attività si era arrestata durante la crisi hanno ripreso a funzionare. Nell'ultima parte del 2008 le garanzie statali avevano incentivato le società finanziarie a emettere obbligazioni. Nel 2009 sono riprese anche le emissioni di titoli non garantiti. Le imprese non finanziarie hanno collocato nel primo semestre dello scorso anno un volume di obbligazioni superiore a quello registrato nei sei mesi immediatamente precedenti la crisi, sebbene tale andamento possa in parte ascrivere alla carenza di credito bancario. I prestiti concessi dalle banche al settore privato

hanno infatti ristagnato o si sono contratti nelle principali economie avanzate, e il mercato dei prodotti cartolarizzati è rimasto debole. Negli Stati Uniti, ad esempio, dove gran parte dei mutui ipotecari viene cartolarizzata, l'emissione di *mortgage-backed securities* (MBS) senza garanzia pubblica rimane su livelli depressi.

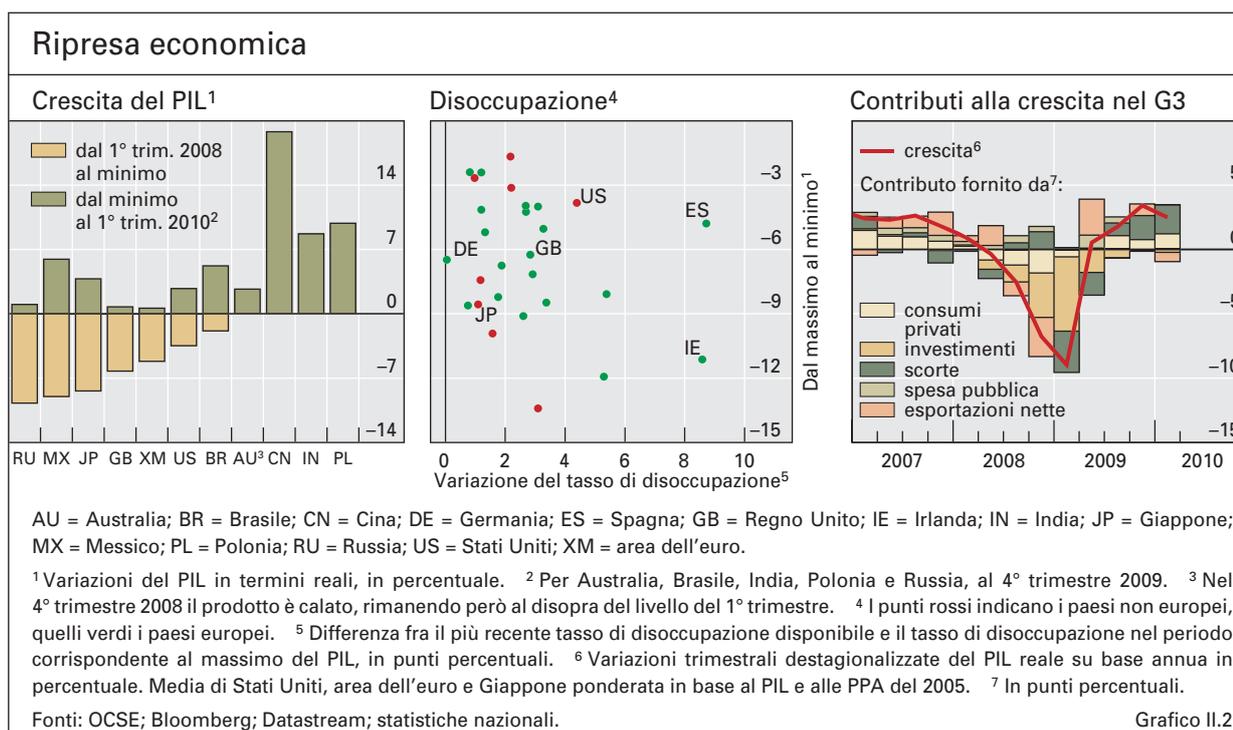
I timori per il rischio sovrano minacciano la ripresa finanziaria

Per gran parte del 2009 e agli inizi del 2010 si è assistito a un'eccezionale ripresa dei mercati finanziari, che appare adesso minacciata. Le preoccupazioni per la sostenibilità delle finanze pubbliche e la solidità delle banche hanno innescato episodi di volatilità a cavallo fra il 2009 e il 2010. Tuttavia, essi hanno avuto portata ridotta in confronto all'ondata di vendite verificatesi in aprile e maggio di quest'anno, quando le quotazioni delle attività rischiose sono crollate a seguito delle apprensioni degli investitori riguardo alla capacità della Grecia e, in misura minore, del Portogallo e della Spagna, di onorare il servizio del debito. Le autorità hanno reagito apprestando il più ampio piano di salvataggio mai adottato finora e una nuova serie di misure di emergenza da parte delle banche centrali. Questi provvedimenti sono riusciti a evitare il propagarsi della crisi all'interno dell'area dell'euro, ma non sono stati in grado di ripristinare la fiducia degli investitori più in generale.

Ripresa economica disomogenea

La ripresa economica procede a ritmi diseguali

La flessione dell'attività economica mondiale ha iniziato a moderarsi nel secondo trimestre 2009, per poi lasciare il posto alla crescita verso la metà dell'anno. L'entità sia della contrazione sia dell'espansione differisce grandemente a seconda dei paesi (grafico Il.2, diagramma di sinistra). Cina, India e Polonia hanno del tutto evitato la contrazione: la crescita del prodotto è solo rallentata, ed è quindi tornata rapidamente ai ritmi anteriori alla crisi. In Australia e Brasile, il PIL ha subito una flessione di breve durata, seguita però



da una rapida crescita che lo ha portato a superare i livelli precrisi. Per contro, nel primo trimestre 2010 il prodotto negli Stati Uniti, nell'area dell'euro, in Giappone e nel Regno Unito risultava ancora inferiore a quello precedente la crisi.

La contrazione dell'attività economica ha determinato un notevole aumento della disoccupazione in vari paesi, specie in quelli che prima della crisi avevano registrato un boom delle costruzioni. La disoccupazione è salita di oltre 8 punti percentuali in Spagna e in Irlanda e di quasi 5 punti negli Stati Uniti, a causa di dimissioni di manodopera nel settore sovradimensionato dell'edilizia (grafico II.2, diagramma centrale). In Spagna anche l'elevata incidenza dei contratti a tempo determinato ha contribuito alla reattività dell'occupazione di fronte alle variazioni del prodotto¹. La disoccupazione negli Stati Uniti è salita ai massimi dagli anni trenta, sebbene il PIL si sia contratto meno che nella maggior parte delle altre economie avanzate.

Le ricadute sull'occupazione nella maggior parte delle altre economie avanzate sono state meno pesanti. Le perdite di posti di lavoro sono state particolarmente contenute in alcune economie dell'Europa continentale e in Giappone. Ad esempio, in Germania la disoccupazione è salita di poco più di un punto percentuale, nonostante una contrazione relativamente forte (6,5%) del PIL. A limitare le perdite di posti di lavoro ha contribuito l'introduzione di misure che consentono la riduzione dell'orario dei singoli dipendenti, evitandone il licenziamento. In Giappone, l'Employment Adjustment Subsidy Programme e un taglio delle retribuzioni orarie hanno ridotto l'incentivo a licenziare personale, e la disoccupazione è salita di meno di 2 punti percentuali, nonostante una caduta di oltre l'8% del PIL.

La ripresa nelle maggiori economie avanzate è ancora lontana dall'autosostenersi. Nel G3 è stata la ricostituzione delle scorte a fornire il maggiore contributo alla crescita del 2,5% registrata in ragione d'anno nel primo trimestre 2010 (grafico II.2, diagramma di destra). Gli investimenti privati sono rimasti negativi per l'ottavo trimestre consecutivo, continuando così ad agire da freno sulla ripresa economica. Ciò detto, solo pochi degli scenari di crescita sfavorevoli ipotizzati dai previsori nel periodo in rassegna si sono effettivamente concretizzati.

Il quadro che emerge in varie economie di mercato emergenti (EME) è molto diverso. Le politiche espansive interne combinate con l'impatto delle politiche monetarie e fiscali accomodanti attuate nei maggiori paesi avanzati hanno dato luogo in alcuni casi a segnali di surriscaldamento (Capitolo IV). L'inflazione dei prezzi all'ingrosso in India ha raggiunto quasi il 10% agli inizi del 2010 e anche in altre EME si osservano spinte inflazionistiche.

La rapida crescita dei disavanzi di bilancio desta timori per il rischio sovrano

La combinazione di programmi di stimolo fiscale su larga scala, pacchetti di sostegno finanziario ed entrate tributarie decrescenti si è tradotta in disavanzi di bilancio storicamente ampi, sospingendo il debito pubblico effettivo e

La disoccupazione sale nettamente nei paesi con un boom immobiliare ...

... ma in misura minore altrove

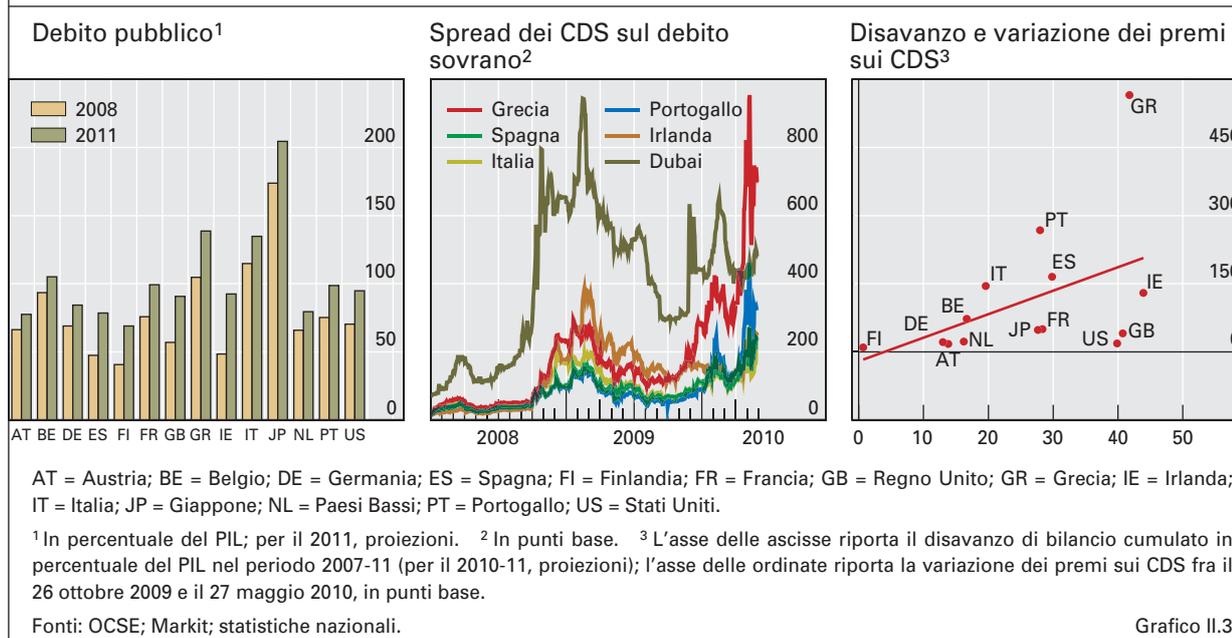
Fragile ripresa nelle principali economie avanzate ...

... ma segnali di surriscaldamento nelle maggiori EME

L'accumulo di debito pubblico suscita timori per il rischio sovrano ...

¹ Cfr. FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2010, Capitolo 3; Banco de España, *Boletín Económico*, febbraio 2010, pagg. 32-43.

Debito pubblico, disavanzi di bilancio e premi per il rischio sovrano



prospettico a livelli record nella maggior parte dei paesi industriali (grafico II.3, diagramma di sinistra). Questi oneri aggiuntivi giungono in un momento in cui i governi delle economie avanzate devono già far fronte alla rapida crescita delle passività implicite non finanziate connesse con l'invecchiamento della popolazione. Tale concorso di fattori ha destato serie preoccupazioni circa la sostenibilità delle politiche di bilancio nelle economie industriali (Capitolo V), accentuando i timori per il rischio sovrano. Di conseguenza, lo scorso anno i rendimenti obbligazionari e i premi dei *credit default swap* (CDS) sui titoli di Stato di diversi paesi sono notevolmente aumentati (grafico II.3, diagramma centrale), spingendo le autorità a reagire con misure senza precedenti su diversi fronti.

I timori per il rischio sovrano hanno cominciato a emergere in seguito ai vasti piani di sostegno finanziario e ai massicci programmi di stimolo fiscale annunciati alla fine del 2008 e agli inizi del 2009. Queste preoccupazioni sono rimaste relativamente sopite per gran parte del 2009, dato il prevalere dei timori per il rallentamento dell'attività economica mondiale e il connesso aumento della disoccupazione. Il rischio sovrano è tuttavia balzato in primo piano nel novembre 2009, quando gli spread sui CDS relativi a Dubai sono sensibilmente aumentati dopo che Dubai World, uno dei tre veicoli di investimento strategici del paese, ha inaspettatamente annunciato l'intenzione di chiedere una moratoria sul debito.

Alla fine del 2009 l'attenzione si è spostata sull'area dell'euro, dove gli ingenti disavanzi di bilancio di alcuni paesi facevano prevedere un rapido incremento del rapporto debito pubblico/PIL. I timori si sono dapprima concentrati sulla posizione fiscale della Grecia, per poi estendersi ad altri paesi che presentavano una combinazione perversa di elevati disavanzi pubblici e scarsa competitività, come il Portogallo e la Spagna. I rendimenti e gli spread dei CDS sui titoli di Stato greci hanno iniziato a salire nel dicembre 2009, per

... in particolare in alcune economie dell'area dell'euro

poi impennarsi alla fine di aprile 2010, quando Standard & Poor's ha declassato il debito greco al livello "spazzatura". Nella stessa settimana l'agenzia ha abbassato i rating di Portogallo e Spagna, innescando un netto incremento dei premi sui relativi CDS. Agli inizi di maggio i paesi membri dell'area dell'euro e l'FMI si sono impegnati ad apprestare un pacchetto di finanziamenti di emergenza alla Grecia per €110 miliardi a fronte della garanzia del governo ellenico di attuare drastiche misure di austerità fiscale. A pochi giorni dall'annuncio, tuttavia, è apparso chiaro che il provvedimento non sarebbe bastato a calmare il nervosismo degli investitori. In risposta all'impennata degli spread sui titoli di Stato e sui relativi CDS, le autorità dell'Unione europea e dell'FMI hanno annunciato l'istituzione di un meccanismo di stabilizzazione fiscale congiunto del valore di €750 miliardi. In seguito a questa notizia i premi sul debito sovrano e sui CDS sono fortemente calati rispetto ai massimi raggiunti la settimana precedente.

I governi che avevano preventivamente annunciato misure di consolidamento hanno subito meno le pressioni dei mercati. Nel complesso, le variazioni degli spread sui CDS sovrani nell'area dell'euro hanno mostrato una correlazione positiva, anche se non perfetta, con i disavanzi di bilancio dei rispettivi governi (grafico II.3, diagramma di destra). Nel caso dell'Irlanda, tuttavia, i differenziali sui titoli di Stato sono rimasti relativamente stabili nel 2009 e agli inizi del 2010, sebbene il disavanzo pubblico stimato del paese per il periodo 2007-11 sia superiore a quelli di Portogallo e Spagna e prossimo a quello della Grecia². La stabilità degli spread è molto probabilmente dovuta alla combinazione di misure di austerità credibili annunciate dal governo irlandese già nel marzo 2009 e di prospettive di crescita più favorevoli.

L'importanza di un consolidamento fiscale tempestivo è stata messa chiaramente in evidenza in maggio dalla tiepida accoglienza che i mercati finanziari hanno riservato ai programmi di risanamento annunciati dai governi di Grecia, Portogallo e Spagna. I differenziali sulle obbligazioni e sui CDS sono sì calati all'annuncio dei piani di inasprimento fiscale, ma meno di quanto avvenuto in risposta al meccanismo di stabilizzazione di €750 miliardi dell'UE-FMI. Gli investitori sembrano aver considerato le misure di austerità (riduzioni degli stipendi nel settore pubblico, aumenti delle imposte e innalzamento dell'età pensionabile) soltanto come il primo passo di un lungo ma inevitabile cammino di risanamento. Essi continuano inoltre a nutrire seri dubbi sulla capacità e la determinazione dei governi ad attuare tali misure.

Le apprensioni per il rischio sovrano si sono rapidamente propagate al settore bancario. Non sorprende che a risentirne di più siano state le quotazioni azionarie e gli spread creditizi delle banche con sede nei paesi che avevano subito il maggiore deterioramento dell'affidabilità creditizia percepita (Grecia, Portogallo e Spagna). Nondimeno, anche altre banche dell'area dell'euro sono state fortemente penalizzate, a causa della loro maggiore esposizione relativa al settore pubblico di quei paesi. Alla fine del 2009 cinque sistemi bancari dell'area (quelli di Belgio, Francia, Germania, Italia e Paesi

Contagio del settore bancario

² I premi sui CDS sovrani relativi a Giappone, Regno Unito e Stati Uniti sono anch'essi aumentati molto meno di quelli dei paesi dell'area dell'euro fortemente indebitati, nonostante un'analoga situazione dei conti pubblici.

Bassi) detenevano circa il 17% di tutto il debito pubblico greco in essere, pari grosso modo al 6,5% del patrimonio di base complessivo di tali sistemi. Le corrispondenti esposizioni verso il settore pubblico di Spagna e Portogallo ammontavano rispettivamente all'8,9 e 4,1% del loro patrimonio di base³.

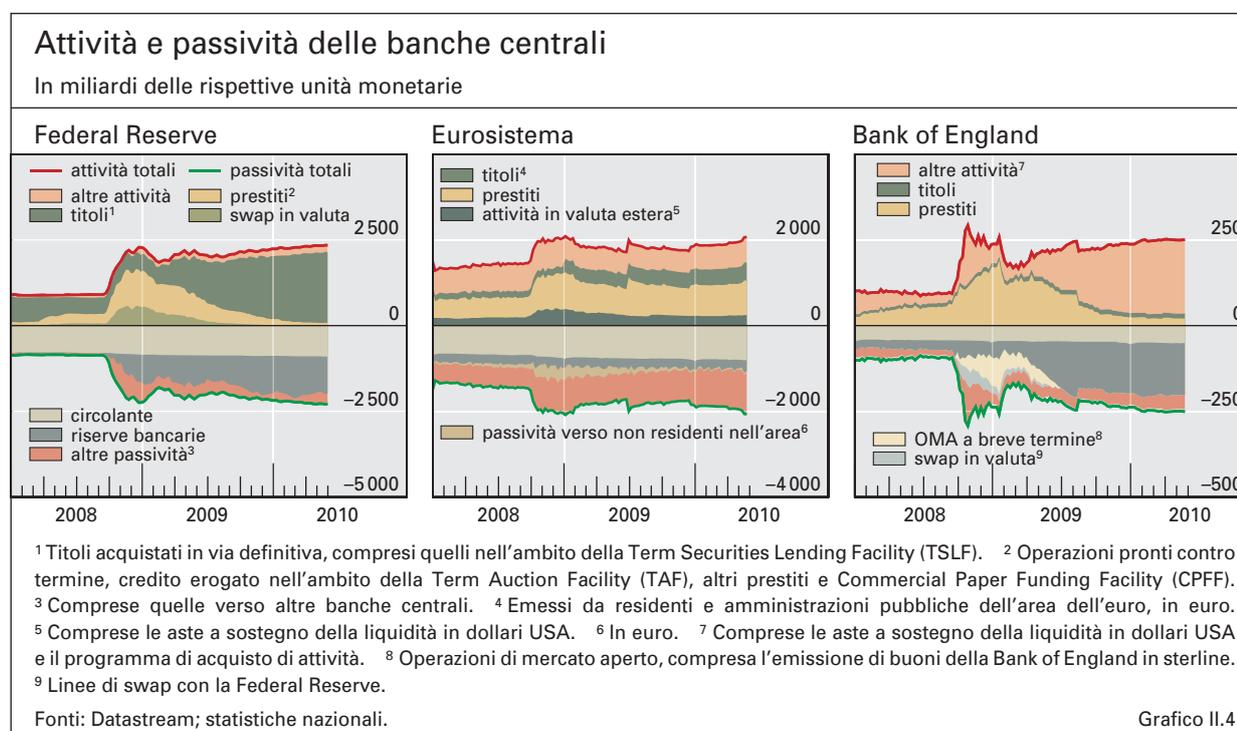
Politiche monetarie tuttora fortemente espansive

Forte stimolo monetario

La politica monetaria rimane decisamente espansiva pressoché ovunque, sebbene in alcuni dei paesi a più rapida crescita le banche centrali abbiano iniziato a rimuovere le misure di stimolo introdotte durante la crisi. I tassi ufficiali nelle maggiori economie avanzate continuano ad attestarsi sui minimi storici e i bilanci delle banche centrali si sono ridotti ben poco rispetto alle dimensioni eccezionali raggiunte durante la crisi (grafico II.4). I tassi di interesse a breve prossimi allo zero mantengono bassi i costi di finanziamento e accrescono il valore attuale netto dei flussi di pagamento futuri. Inoltre, gli acquisti da parte delle banche centrali hanno spinto al rialzo i prezzi delle attività in modo sia diretto sia indiretto.

Inasprimento in alcuni paesi a crescita più rapida ...

La disomogeneità della ripresa economica si è rispecchiata negli orientamenti di politica monetaria. A cavallo fra il 2008 e il 2009 la principale sfida per le banche centrali di tutto il mondo era stata quella di evitare il completo tracollo del sistema finanziario e di limitare la contrazione dell'attività economica. Con il procedere della ripresa, le problematiche da affrontare hanno cominciato a differenziarsi a seconda delle regioni. Man mano che svaniva la minaccia di una marcata contrazione ed emergevano spinte inflazionistiche, le banche centrali di Australia, Brasile, India, Israele, Malaysia e Norvegia



³ Le cifre sono tratte dalle statistiche bancarie consolidate BRI in base al rischio ultimo e dalle statistiche OCSE sul debito pubblico.

hanno innalzato i tassi ufficiali, pur lasciandoli su livelli storicamente bassi. La Reserve Bank of India ha altresì accresciuto il coefficiente di riserva obbligatoria delle banche. Un'analoga manovra è stata compiuta dalla banca centrale cinese per contenere la rapida espansione del credito.

Per contro, la Federal Reserve, la BCE, la Bank of Japan e la Bank of England hanno mantenuto i tassi ufficiali sui minimi raggiunti durante la crisi. Il rientro dalle misure non convenzionali di politica monetaria introdotte negli ultimi anni era già stato avviato allorché nel maggio 2010 la turbolenza abbattutasi sui mercati dei titoli pubblici dell'area dell'euro ha spinto le autorità ad adottare nuove misure e a ripristinare alcune delle precedenti. A quell'epoca la Bank of Japan e la Federal Reserve avevano già rimosso la maggior parte dei programmi di sostegno della liquidità introdotti durante la crisi. Le linee di swap tra la Federal Reserve e altre banche centrali sono formalmente giunte a scadenza nel febbraio 2010, ma alcuni istituti centrali partecipanti avevano già posto fine in tutto o in parte alle aste di dollari. La Federal Reserve e la Bank of England avevano cessato di comprare titoli nel quadro dei rispettivi ampi programmi di acquisto di attività, senza peraltro ridurre le disponibilità accumulate⁴. La BCE aveva interrotto le operazioni di rifinanziamento speciali a tre, sei e dodici mesi.

... ma tassi ancora prossimi allo zero nelle maggiori economie avanzate

Nei mesi di aprile e maggio 2010 il deterioramento delle condizioni finanziarie, in particolare nell'area dell'euro, ha spinto le autorità a introdurre una nuova serie di misure non convenzionali di politica monetaria. Nell'ambito del gigantesco piano di sostegno approvato il 10 maggio, la BCE ha annunciato un programma di acquisti di titoli emessi dagli Stati membri dell'area, nell'intento di fornire liquidità e agevolare il funzionamento del mercato. Al tempo stesso ha ripristinato le aste a sei mesi. La Federal Reserve ha riattivato le linee di swap con altre banche centrali in risposta al riemergere di timori riguardo alle difficoltà nella provvista in dollari degli istituti bancari non statunitensi (cfr. oltre).

Le politiche monetarie generalmente molto espansive dovranno essere prima o poi inasprite, e ciò per varie ragioni. In primo luogo, sebbene il prodotto nei paesi più colpiti dalla crisi sia ancora nettamente al di sotto del potenziale, i margini di capacità inutilizzata potrebbero essere minori di quanto indicato dalle tradizionali misure dell'*output gap*. Considerati gli squilibri accumulati prima della crisi, è possibile che la crescita potenziale del PIL in quella fase non sia stata così elevata come ritenuto in passato. Inoltre, le turbative finanziarie causate dalla crisi e la perdita delle competenze da parte dei disoccupati di lungo periodo potrebbero ridurre il prodotto potenziale per qualche tempo. È pertanto possibile che le pressioni inflazionistiche riemergano prima del previsto. In secondo luogo, i bassi tassi di interesse causano distorsioni che potrebbero avere effetti collaterali

⁴ Queste posizioni possono avere effetti espansivi anche se non vengono più effettuati nuovi acquisti; esse influenzano infatti l'offerta relativa di titoli e quindi il loro prezzo relativo dato che le attività non sono perfettamente succedanee. È difficile quantificare empiricamente l'entità di questo "effetto di portafoglio". Nondimeno, uno studio recente indica che a tale effetto è riconducibile gran parte del sensibile calo dei rendimenti a lungo termine di un'ampia gamma di titoli che ha fatto seguito agli acquisti di attività da parte della Federal Reserve. Cfr. J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache e B. Sack, "Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?", Federal Reserve Bank di New York, *Staff Reports*, n. 441, marzo 2010.

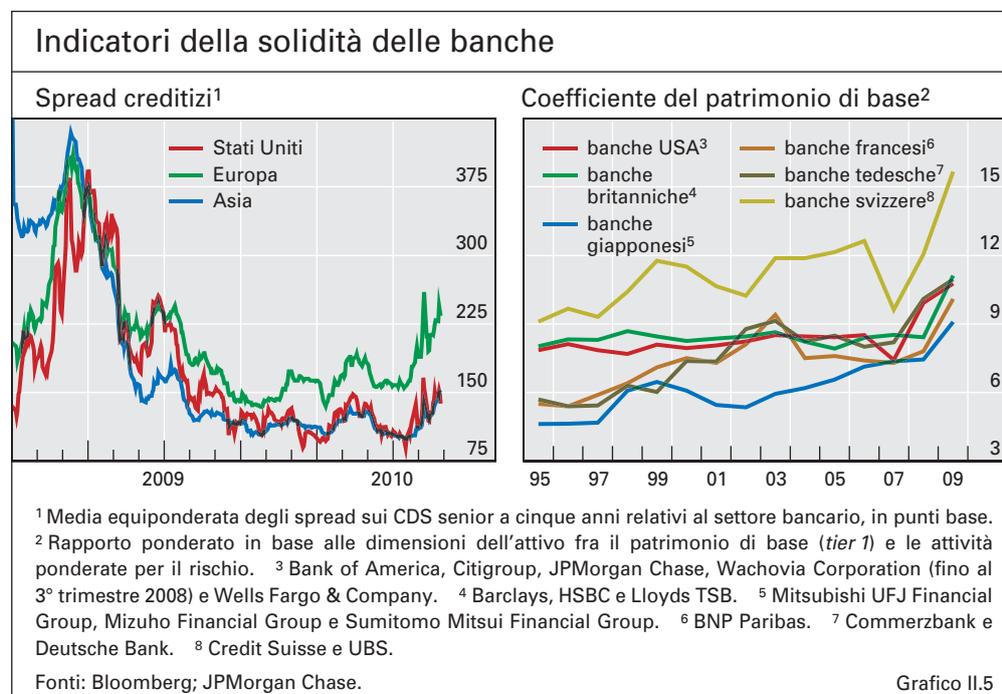
indesiderati (Capitolo III). Ciò detto, il consolidamento dei conti pubblici in diversi paesi comporterà una riduzione dello stimolo fiscale, che si ripercuoterà a sua volta sulla politica monetaria.

Banche fragili

Dopo un 2008 devastante, lo scorso anno i bilanci di numerose grandi banche statunitensi ed europee sono migliorati. Le iniezioni di capitale avevano salvato il sistema bancario dal tracollo; il rialzo dei prezzi delle attività e l'accentuarsi dell'inclinazione della curva dei rendimenti hanno aiutato le banche a ritrovare la redditività (tabella II.1). Con l'attenuarsi, durante l'anno, dei timori degli investitori per la possibilità di un imminente collasso, gli spread sulle obbligazioni e sui CDS relativi alle banche si sono ridotti considerevolmente (grafico II.5, diagramma di sinistra).

Nel complesso, il nuovo capitale immesso negli istituti bancari, in gran parte a opera dei governi, ha pressoché eguagliato le perdite segnalate dalle banche durante la crisi. A metà aprile 2010 il totale delle perdite e delle svalutazioni notificate dal settore bancario si attestava a \$1 306 miliardi, a fronte di aumenti di capitale per \$1 236 miliardi⁵. Alla fine del 2009 il capitale "fresco" acquisito dalle banche statunitensi ed europee – unitamente a un rallentamento dell'espansione del credito e alla ricomposizione dei bilanci a favore di strumenti più sicuri, come titoli di Stato e attività liquide – ha contribuito a far salire i coefficienti patrimoniali di base ai massimi da quindici anni (grafico II.5, diagramma di destra).

L'apporto di nuovo capitale accresce il patrimonio di base



⁵ A metà aprile 2010 le banche nordamericane avevano raccolto nuovo capitale per \$518 miliardi, pari al 72% delle perdite registrate. Le banche europee avevano raccolto \$341 miliardi, un ammontare pressoché equivalente alle perdite segnalate. Il nuovo capitale immesso nelle banche asiatiche risultava più che triplo rispetto ai \$34 miliardi di perdite segnalate.

Redditività delle maggiori banche ¹												
In percentuale delle attività totali												
	Utili lordi d'imposta			Margine di interesse netto			Risultato netto della negoziazione			Proventi netti da commissioni		
	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²
Australia (4)	1,40	0,99	0,93	1,68	1,64	1,87	0,12	0,07	0,11	0,50	0,48	0,47
Austria (3)	1,12	0,46	0,63	1,95	2,44	2,46	0,17	-0,08	0,34	1,01	1,00	0,92
Canada (5)	1,08	0,45	0,68	1,43	1,38	1,69	...	-0,31	0,13	1,09	0,81	0,93
Francia (6)	0,41	0,04	0,18	0,49	0,68	1,05	0,56	-0,24	0,25	0,47	0,39	0,44
Germania (7)	0,26	-0,45	-0,03	0,52	0,62	0,78	0,05	-1,01	0,19	0,43	0,34	0,38
Giappone (13)	0,59	-0,16	0,28	0,95	0,93	0,96	0,23	0,04	0,12	0,41	0,36	0,34
Italia (5)	0,88	0,27	0,37	1,73	2,02	1,92	0,09	-0,26	0,11	0,95	0,85	0,82
Paesi Bassi (5)	0,16	-0,57	-0,08	0,68	0,97	1,24	0,15	-0,61	0,01	0,34	0,30	0,35
Regno Unito (8)	0,76	-0,05	-0,05	1,02	0,87	0,94	0,49	-0,07	0,51	0,58	0,40	0,47
Spagna (5)	1,44	1,07	0,93	1,72	1,85	2,27	0,15	0,19	0,12	0,82	0,74	0,73
Stati Uniti (8)	0,96	0,28	0,41	2,23	2,30	2,70	0,05	0,02	0,27	0,68
Svezia (4)	0,89	0,67	0,34	0,97	0,99	1,02	0,16	0,15	0,27	0,58	0,44	0,41
Svizzera (6)	0,38	-1,75	0,21	0,53	0,61	0,56	0,28	-0,68	0,58	1,01	0,93	0,92

¹ Il numero delle banche nel campione del 2009 è indicato tra parentesi. ² Ultimi dati disponibili.
Fonte: Bankscope. Tabella II.1

Nonostante il miglioramento dei bilanci, diversi fattori sollevano interrogativi circa la sostenibilità degli utili bancari. In primo luogo, nel 2009 i profitti di numerose banche europee e statunitensi sono stati realizzati in larga misura grazie ai proventi della negoziazione nei mercati del reddito fisso e dei cambi, che tendono a essere volatili (tabella II.1). Lo scorso anno i rapporti prestiti/depositi di molte grandi banche internazionali sono diminuiti. Inoltre, i dati aggregati relativi a Stati Uniti, area dell'euro e Giappone evidenziano per il 2009 una contrazione del credito erogato al settore privato (grafico II.7, diagramma di sinistra), dopo il rallentamento registrato a metà 2008 per effetto dell'inasprimento degli standard creditizi.

In secondo luogo, la bassa volatilità e l'accentuata pendenza della curva dei rendimenti, in particolare nel segmento a breve, hanno fornito alle banche incentivi all'assunzione del rischio di *duration*. I rapporti *carry*/rischio di queste strategie sono notevolmente aumentati fino all'aprile 2010 (grafico II.1, diagramma in basso a destra). In un contesto di ristagno del credito alle imprese e all'edilizia abitativa, le banche sono state in grado di generare profitti semplicemente spostando fondi verso titoli privi di rischio di insolvenza a più lungo termine. Ciò le ha esposte all'eventualità che un appiattimento della curva dei rendimenti possa incrementare i costi di finanziamento o tradursi in minusvalenze dal lato dell'attivo.

In terzo luogo, non è chiaro se tutte le perdite connesse con la crisi siano state iscritte a bilancio. Ad esempio, i requisiti meno stringenti riguardo al contenuto e alla frequenza delle segnalazioni per le banche europee rendono più difficile determinare l'entità delle svalutazioni future di questi intermediari. Inoltre, vi sono crescenti indicazioni di probabili perdite future derivanti dall'esposizione al settore degli immobili commerciali. Il valore di questi ultimi

La redditività delle banche potrebbe non essere duratura ...

... in caso di appiattimento della curva dei rendimenti ...

... e di nuove svalutazioni di attività

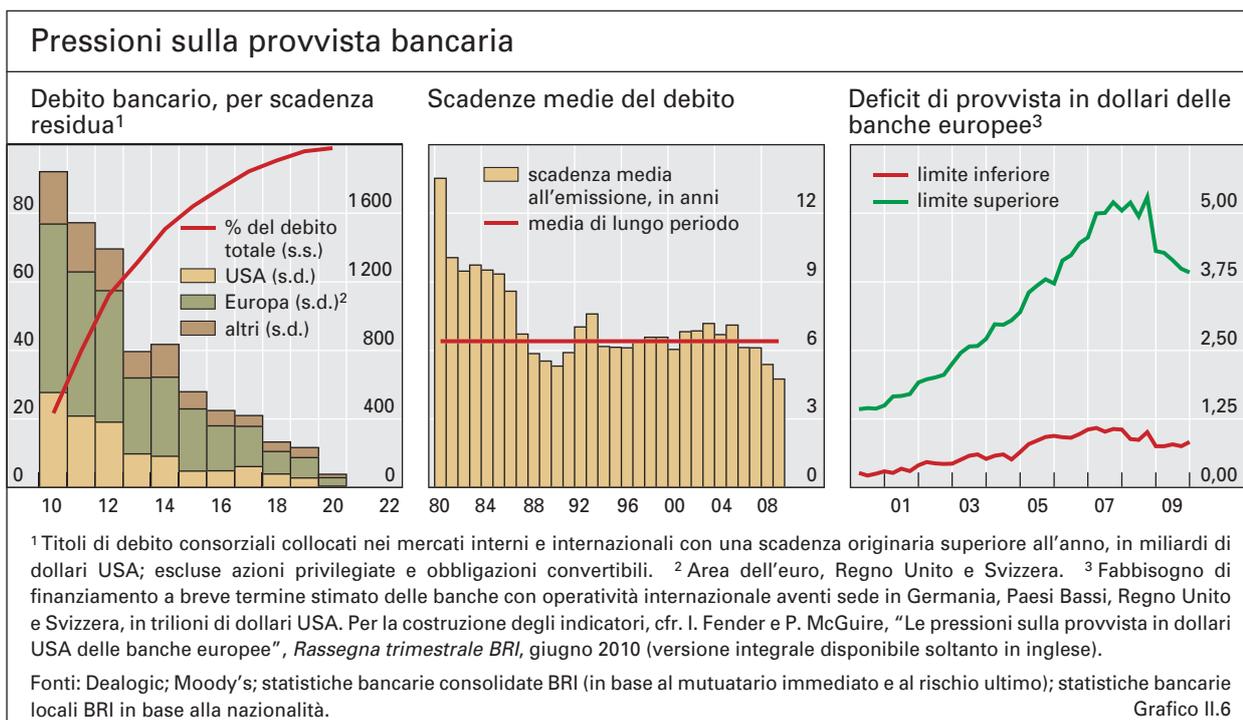
negli Stati Uniti è sceso di oltre un terzo rispetto al massimo, e il tasso di sofferenze sui relativi mutui è salito a oltre l'8%, un livello doppio rispetto a quello registrato a fine 2008 e più che quadruplo rispetto a fine 2006. I mercati degli immobili commerciali in numerosi paesi europei non hanno avuto un andamento molto migliore. In Irlanda e nel Regno Unito, in particolare, i prezzi sono calati rispettivamente del 39 e 46% dai massimi, e le perdite nei bilanci delle banche europee dovrebbero aumentare nei prossimi anni. Vi sono indicazioni aneddotiche secondo cui alcune banche avrebbero scelto di rinnovare i prestiti in essere anziché avviare procedure esecutive, differendo in tal modo il riconoscimento delle perdite.

Rischio sovrano per le banche sia nelle economie avanzate che nelle EME

In quarto luogo, le banche sono fortemente esposte al rischio sovrano, come evidenziato dalla marcata caduta delle quotazioni azionarie degli istituti con posizioni particolarmente rilevanti in titoli di Stato greci, portoghesi e spagnoli nel secondo trimestre 2010. Il rischio connesso con tali esposizioni era stato riconosciuto già da tempo nel caso delle banche dei mercati emergenti, ma era stato ignorato nelle economie avanzate.

Le passività a breve termine accrescono il fabbisogno di finanziamento

In quinto luogo, le banche potrebbero avere difficoltà a rifinanziarsi, data l'attesa domanda addizionale di fondi da parte dei governi con un elevato fabbisogno di indebitamento. Le scadenze della provvista si sono accorciate ai minimi degli ultimi trent'anni (grafico II.6, diagramma centrale), il che accresce le esigenze di rifinanziamento. Inoltre, circa il 60% del debito a lungo termine delle banche giungerà a scadenza nei prossimi tre anni (grafico II.6, diagramma di sinistra). L'ampliamento degli spread Libor-OIS dopo l'aprile 2010 (grafico II.1, diagramma in basso a sinistra) mostra che il finanziamento all'ingrosso non assistito da garanzia è divenuto più costoso. Ciò detto, questi differenziali appaiono ancora esigui rispetto al livello raggiunto al culmine della crisi, alla fine del 2008.



Infine, numerose banche in Europa e altrove fanno ancora ampio ricorso al mercato degli swap in valuta per finanziare gli impieghi in dollari USA. Si stima che nel complesso le banche europee detengano in bilancio attività in dollari per \$7 trilioni, generalmente a lunga scadenza. Inoltre, i sistemi bancari europei che avevano posizioni lunghe in dollari agli inizi della crisi (ossia quelli di Germania, Paesi Bassi, Regno Unito e Svizzera) continuano a presentare un elevato fabbisogno di finanziamento. Il limite inferiore delle stime delle loro esigenze di finanziamento a breve in dollari USA superava di poco i \$500 miliardi a fine 2009 (grafico II.6, diagramma di destra). Con l'accentuarsi dei timori per il rischio di credito connesso con le esposizioni di queste banche al debito sovrano greco e di altri paesi europei, i datori di fondi a breve sono ridivenuti restii a erogare prestiti in dollari. Il 9 maggio 2010, nell'ambito del vasto programma di provvedimenti per far fronte all'accresciuto rischio di contagio tra gli Stati e le società finanziarie dell'area dell'euro, la Federal Reserve e alcune delle principali banche centrali hanno reintrodotta linee temporanee di swap in valuta al fine di attenuare le crescenti tensioni.

Riemergono
difficoltà di
finanziamento
in dollari

Situazione dell'indebitamento delle famiglie

Prima della crisi il debito delle famiglie era aumentato in misura significativa in diverse economie avanzate⁶. I precedenti storici indicano che le crisi finanziarie legate a boom creditizi sono state spesso seguite da un lungo periodo di riduzione del debito del settore privato, allorché le imprese e le famiglie hanno risanato i rispettivi bilanci. Nella maggior parte delle 24 crisi bancarie sistemiche analizzate nel riquadro alla pagina seguente, infatti, il rapporto tra credito al settore privato e PIL è significativamente diminuito per diversi anni dopo le crisi, annullando gran parte dell'incremento registrato durante il boom creditizio precedente⁷. Questa evidenza suggerisce che gli indici di indebitamento delle famiglie, saliti rapidamente in molti paesi nel periodo antecedente la crisi, sono destinati a ridursi ancora.

Il processo di riduzione del debito privato è già iniziato. Il credito al settore privato nelle principali economie avanzate (eccetto il Giappone) era aumentato fortemente negli anni precedenti la crisi, per poi contrarsi in modo deciso nel 2009 e agli inizi del 2010, a seguito dell'inasprimento degli standard creditizi delle banche (grafico II.7)⁸.

Il credito al settore
privato rallenta

Nei paesi che hanno registrato un boom del credito collegato al mercato immobiliare le famiglie hanno iniziato a ridurre il proprio indebitamento. A fine 2009 il rapporto debito-reddito disponibile negli Stati Uniti e in Spagna era sceso di 7 punti percentuali dai rispettivi massimi del 2007 e 2008 e di oltre 10 punti nel Regno Unito (grafico II.8), sebbene tale flessione sia in parte

Gli indici di
indebitamento delle
famiglie iniziano a
diminuire ...

⁶ Cfr. BRI, 79^a *Relazione annuale*, giugno 2009, pagg. 5-8.

⁷ L'analisi considera il credito all'intero settore privato, poiché per la maggior parte degli episodi non sono disponibili i dati sull'indebitamento delle famiglie.

⁸ Per contro, l'espansione del credito è proseguita, o ha persino accelerato, in numerose economie emergenti. Per uno studio del caso più estremo, cfr. E. Chan e H. Zhu, "Il credito bancario in Cina: un'analisi dei dati statistici", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2009, pagg. 14-15.

Dinamiche del credito dopo i periodi di crisi: i precedenti storici

Le crisi finanziarie sono spesso seguite da lunghi periodi di riduzione dell'indebitamento. In un campione di 24 crisi bancarie sistemiche[®], 15 sono state seguite da flessioni consistenti del rapporto credito/PIL. Il calo medio da massimo a minimo è stato di 39 punti percentuali, ossia di circa 8 punti l'anno. La flessione del rapporto risulta solo di poco inferiore al precedente incremento (48 punti in media). Può forse apparire sorprendente che l'entità della riduzione del debito non abbia differito molto tra i mercati emergenti e le economie avanzate. Dopo le crisi bancarie dei primi anni novanta il rapporto credito/PIL è sceso di 44 punti percentuali in Finlandia, di 38 punti in Norvegia e di 35 in Svezia, pressoché in linea con la media del campione. In Giappone esso è diminuito di 25 punti, dopo aver raggiunto un massimo alla fine degli anni novanta. Nella maggior parte dei paesi il calo iniziale degli indici di indebitamento è principalmente riconducibile a una contrazione del credito reale in essere, mentre negli anni successivi il fattore determinante è stato l'andamento del PIL.

I costi economici della riduzione della leva finanziaria sono difficilmente discernibili a un livello così aggregato. Durante la fase postcrisi di riduzione del debito il prodotto è aumentato a un tasso medio annuo del 2,4%, lievemente inferiore a quello osservato durante il precedente boom creditizio. La crescita del PIL ha tuttavia evidenziato ampi divari tra i paesi: in Indonesia, Malaysia, Messico e Thailandia, ad esempio, è sensibilmente rallentata, mentre altrove ha segnato un'accelerazione.

[®] Il campione è tratto da S. Cecchetti, M. Kohler e C. Upper, "Financial crises and economic activity", *paper* presentato al simposio *Financial stability and economic policy* organizzato dalla Federal Reserve Bank di Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, il 20-22 agosto 2009. Delle 40 crisi originariamente analizzate, ne sono state qui escluse sei a causa della scarsa qualità dei dati sul credito. Altri 10 casi sono stati eliminati (due verificatisi in periodi di iperinflazione e otto durante la transizione dal socialismo all'economia di mercato), in quanto difficilmente avrebbero fornito informazioni rilevanti per la situazione attuale.

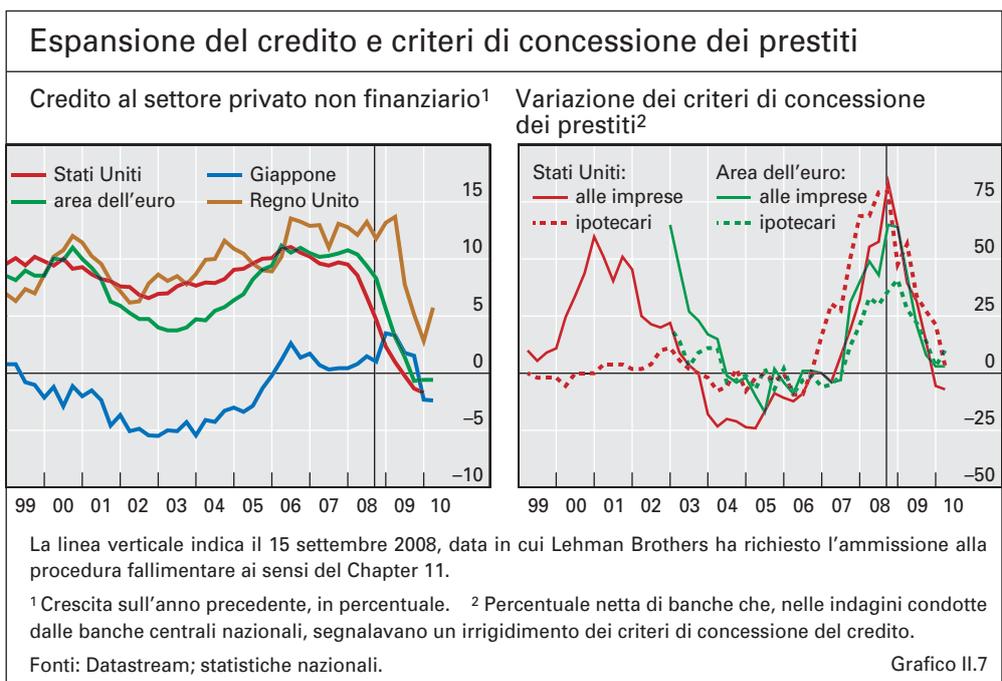
Credito al settore privato in rapporto al PIL¹

	Data della crisi	Date dei rapporti estremi credito/PIL			Variazione del rapporto credito/PIL ²		Crescita annua del PIL	
		Minimo precedente	Massimo	Minimo seguente	Da minimo a massimo	Da massimo a minimo	Da minimo a massimo	Da massimo a minimo
Argentina	Dic. 01	Set. 95	Giu. 02	Set. 05	20	-30	2,3	1,1
Colombia	Giu. 98	Mar. 92	Dic. 98	Mar. 05	19	-24	3,8	2,4
Filippine	Lug. 97	Giu. 91	Dic. 97	Mar. 00	60	-18	3,1	3,0
Finlandia	Set. 91	Mar. 80	Mar. 92	Mar. 98	51	-44	2,0	2,6
Giappone	Nov. 97	Dic. 80	Giu. 99	Dic. 08	38	-25	1,8	0,4
Indonesia	Nov. 97	Mar. 93	Giu. 98	Giu. 02	83	-104	3,6	0,1
Malaysia	Lug. 97	Set. 93	Mar. 98	Mar. 01	75	-36	6,5	2,0
Messico	Dic. 94	Set. 88	Mar. 95	Dic. 96	27	-19	2,3	-0,5
Nicaragua ³	Ago. 00	Giu. 96	Dic. 00	Mar. 02	19	-15	5,0	2,6
Norvegia	Ott. 91	Mar. 80	Giu. 90	Dic. 96	66	-38	2,7	3,7
Rep. Dominicana	Apr. 03	Giu. 95	Giu. 03	Mar. 07	29	-26	5,2	5,9
Russia	Ago. 98	Mar. 96	Mar. 99	Giu. 01	32	-30	-0,6	6,9
Svezia	Set. 91	Set. 85	Set. 90	Mar. 96	46	-35	2,5	1,2
Thailandia	Lug. 97	Dic. 93	Dic. 97	Giu. 02	89	-79	6,2	0,8
Uruguay ³	Gen. 02	Mar. 95	Set. 02	Mar. 07	69	-64	0,5	4,1
<i>Media</i>					<i>48</i>	<i>-39</i>	<i>3,1</i>	<i>2,4</i>

¹ Credito in percentuale del PIL nominale. Il credito è pari alla somma del credito al settore privato interno desunto dalle *International Financial Statistics* dell'FMI e delle attività transfrontaliere consolidate verso il settore privato non bancario in base al mutuatario immediato segnalate dalle banche dichiaranti alla BRI. ² In punti percentuali di PIL. ³ Dati annui sul PIL.

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

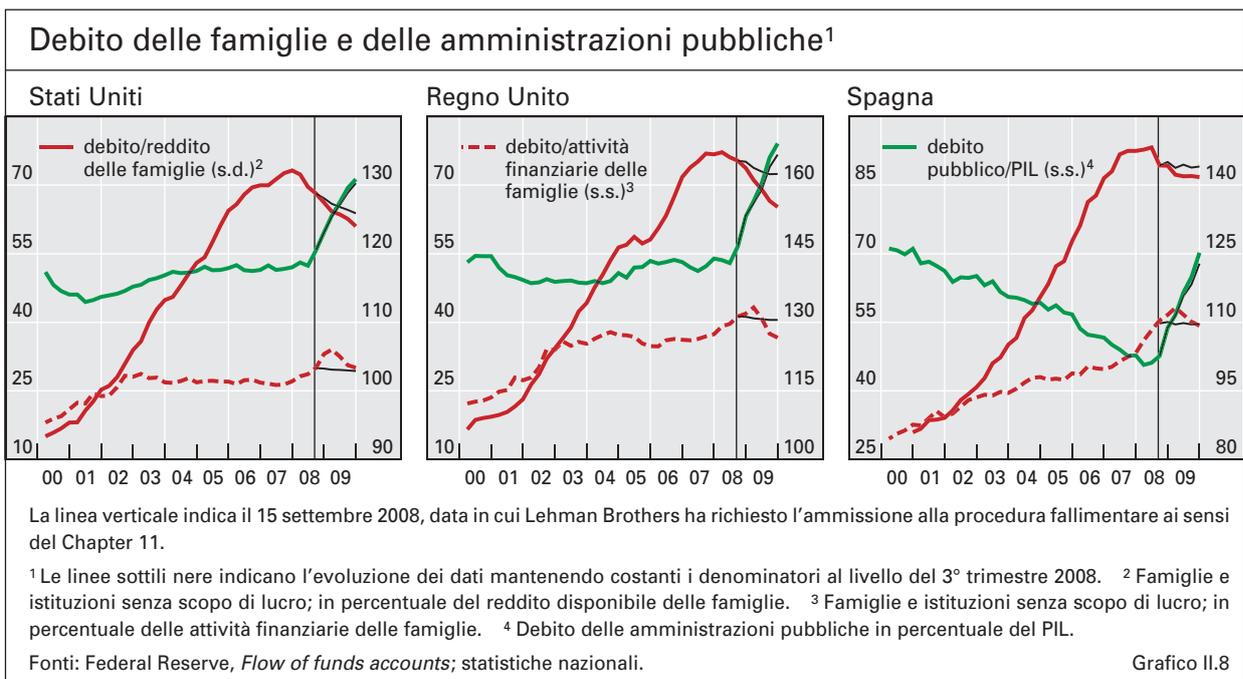
Tabella II.A



attribuibile all'incremento del reddito delle famiglie. La leva finanziaria delle famiglie, definita come rapporto tra debito e attività finanziarie, ha continuato a salire durante la crisi per effetto del crollo dei prezzi delle attività⁹. In tutti e tre i paesi, tale rapporto ha raggiunto il punto di massimo agli inizi del 2009 e attualmente si attesta su livelli pari o inferiori a quelli di fine settembre 2008.

Quale che sia il parametro adottato, il debito delle famiglie nei tre paesi considerati rimane nettamente superiore ai livelli registrati verso la metà del decennio e ancor più alto rispetto a quelli osservati prima dell'inizio del boom immobiliare. I precedenti storici fanno quindi presumere che vi sarà un'ulteriore significativa riduzione dell'indebitamento.

... ma secondo l'evidenza storica il debito dovrebbe calare ulteriormente



⁹ Si tratta di una misura imperfetta, poiché esclude i beni immobili e il valore attuale del capitale umano.

Sintesi

La ripresa economica e finanziaria è in atto, ma è ancora incompleta e fragile, perlomeno nelle principali economie avanzate. Le politiche monetarie rimangono fortemente accomodanti quasi ovunque, nonostante i primi passi verso un orientamento più neutrale in alcune economie. Le politiche fiscali restano espansive, facendo salire il debito pubblico a ritmi allarmanti. Le banche sono tornate a conseguire utili e hanno ridotto la leva finanziaria, ma diversi fattori sollevano interrogativi circa la sostenibilità dei loro profitti e la loro capacità di finanziarsi. Gli investimenti privati si mantengono deboli, e la crescita economica è ancora trainata in larga misura dalla ricostituzione delle scorte. Nello stesso tempo, diverse economie emergenti devono far fronte al problema opposto. L'impatto diretto della crisi sul prodotto è stato minore di quanto temuto, e le politiche espansive adottate all'interno e all'estero hanno stimolato la crescita del PIL sino al punto del surriscaldamento.

Si delinea quindi all'orizzonte un inasprimento delle politiche di bilancio. La riconsiderazione da parte degli operatori della sostenibilità dei conti pubblici ha già costretto alcune economie dell'area dell'euro a introdurre misure di austerità, destinate ad avere effetti contrattivi molto più marcati di quanto non avrebbe prodotto una tempestiva strategia di uscita.

Le autorità monetarie dovranno tenere conto dell'impatto del consolidamento fiscale nel decidere i tempi della normalizzazione delle loro politiche. Ciò detto, oltre all'ovvio pericolo di un inasprimento prematuro, vi sono anche rischi connessi a un inasprimento troppo tardivo. La riduzione dei tassi di interesse ai minimi storici è stata indispensabile per evitare il totale collasso del sistema finanziario e dell'economia reale, ma il loro mantenimento su livelli bassi per un periodo troppo lungo potrebbe altresì ritardare il necessario aggiustamento verso un modello economico e finanziario più sostenibile.