

### III. I rischi degli squilibri internazionali: al di là delle bilance correnti

La globalizzazione apporta benefici economici grandi e misurabili. Espande i flussi commerciali e consente ai consumatori di fruire di una gamma di beni e servizi assai più ampia di quella offerta dall'economia nazionale. Inoltre, i flussi finanziari internazionali connessi alla globalizzazione liberano le scelte di investimento delle imprese dai vincoli di finanziamento domestici, permettendo nello stesso tempo agli investitori di ridurre i rischi e di ottimizzare i rendimenti attraverso la diversificazione mondiale delle loro attività. Essi rendono pertanto più efficiente l'allocazione del capitale e del *know-how*.

Tuttavia, ampliando la portata dell'attività economica, la globalizzazione amplifica anche l'esposizione potenziale all'instabilità. Le stesse connessioni internazionali che avevano accresciuto il benessere e l'efficienza negli ultimi decenni hanno agito da potente canale di propagazione degli shock finanziari ed economici durante la crisi del 2007-09. Nelle fasi iniziali il rapido calo dei prezzi delle attività ha avuto un impatto devastante sui bilanci degli investitori internazionali; in seguito il crollo del commercio mondiale ha penalizzato molte economie orientate all'esportazione.

Prima della crisi finanziaria si riteneva che il rischio principale per l'economia mondiale fosse la presenza di ampi avanzi e disavanzi delle partite correnti. Successivamente, al culmine della crisi l'attenzione si è accentrata sul pericolo di insolvenza delle principali istituzioni finanziarie. Con il venir meno della crisi, il dibattito si sta nuovamente focalizzando sui rischi posti dai saldi correnti. In effetti, pur essendosi ridotti durante la crisi, gli squilibri mondiali di parte corrente restano ampi.

Indubbiamente, uno dei rischi insiti in questi perduranti squilibri è che possano indurre le autorità a comportamenti protezionistici. Anche i flussi finanziari netti, che si dirigono necessariamente dai paesi in avanzo verso quelli in disavanzo, generano rischi. In un'economia con ampi afflussi netti, una loro improvvisa inversione potrebbe provocare un deprezzamento brusco e disordinato della moneta. Inoltre, il settore finanziario potrebbe non essere in grado di assorbire gli afflussi in modo efficiente, e ciò rischia di provocare instabilità finanziaria.

Gli squilibri di parte corrente si stanno riducendo, ma solo lentamente. Nei principali paesi eccedentari e deficitari è in atto una correzione strutturale del risparmio e degli investimenti che favorirà tale processo nel lungo periodo. Un ulteriore contributo proviene dall'aggiustamento del tasso di cambio reale. A breve termine, un'accelerazione di questo aggiustamento richiederebbe maggiore flessibilità in termini di prezzi interni e/o cambi nominali. Poiché i responsabili delle politiche sono tenuti a preservare la stabilità dei prezzi, l'onere dell'aggiustamento del cambio reale ricadrebbe su quello nominale.

Il coordinamento internazionale potrebbe favorire la ripartizione di questo onere tra i principali paesi in avanzo e in disavanzo e quindi il superamento dell'attuale situazione di stallo delle politiche. Per esempio, dal momento che

i costi di una maggiore flessibilità dei cambi ricadrebbero sulla Cina, gli Stati Uniti potrebbero assumersi parte dell'onere perseguendo politiche fiscali e monetarie più restrittive. Inoltre, fra le economie emergenti eccedentarie, quella che permettesse alla propria divisa di apprezzarsi per prima perderebbe competitività rispetto alle altre. Un'azione coordinata ridurrebbe lo svantaggio della prima mossa.

I pericoli derivanti dagli squilibri nelle partite correnti e nei flussi netti di capitali sono senz'altro importanti, ma la crisi finanziaria ha evidenziato la necessità di guardare oltre. Per comprendere appieno i crescenti rischi insiti negli squilibri finanziari occorre considerare anche gli afflussi e i deflussi finanziari lordi, che superano ampiamente quelli netti associati ai saldi di conto corrente e risultano spesso di grande ammontare anche quando questi ultimi sono trascurabili. Sono gli afflussi lordi, e non quelli netti, che devono essere assorbiti dal settore finanziario e che – in caso di un loro arresto improvviso – rischiano di provocare una crisi economica nel paese destinatario.

I flussi lordi sono inoltre un fattore di rischio nella misura in cui accrescono le vulnerabilità nei bilanci interconnessi di istituzioni finanziarie, imprese e famiglie in tutto il mondo. Essi possono dar luogo a disallineamenti in termini di rischio di cambio, di liquidità e di credito, in quanto le caratteristiche delle attività acquisite in contropartita dei deflussi difficilmente corrispondono in modo esatto a quelle delle passività assunte attraverso gli afflussi, a livello sia di singoli operatori che aggregato. Inoltre, anche quando sono perfettamente pareggiati, tali flussi comportano comunque rischi di controparte. Durante la crisi finanziaria l'improvviso deterioramento dei bilanci si è tradotto in una forte contrazione dell'attività economica, a dimostrazione che differenze anche apparentemente minime fra le caratteristiche delle attività e delle passività possono (insieme ai rischi di controparte) creare un poderoso canale di propagazione degli shock.

La prima linea di difesa nella gestione dei rischi connessi ai flussi lordi e agli squilibri finanziari è costituita dal ricorso a politiche macroeconomiche che assicurino la stabilità monetaria e la sostenibilità fiscale. La politica monetaria può parimenti essere impiegata in funzione di contrasto al fine di impedire aumenti eccessivi del credito e dei prezzi delle attività. Le misure dirette a rafforzare l'assetto prudenziale e l'infrastruttura finanziaria rappresentano un'utile seconda linea di difesa, in grado di limitare gli squilibri finanziari e ridurre al minimo le ricadute di un'eventuale crisi. In ultima istanza, e in circostanze eccezionali, i controlli sui movimenti di capitali potrebbero essere utilizzati come ripiego per affrontare temporaneamente parte dei rischi originati da ampi afflussi finanziari lordi. Inoltre, le iniziative in atto per colmare le attuali lacune statistiche permetteranno una migliore valutazione delle potenziali vulnerabilità nei bilanci internazionali.

Infine, gli squilibri correnti e finanziari sono tra loro collegati. La crisi finanziaria ha mostrato che un'efficace gestione dei rischi connessi a entrambi è essenziale per una crescita sostenibile e la stabilità del sistema finanziario a livello globale. Inoltre, alcuni rischi associati agli squilibri correnti sono simili a quelli che originano dai flussi lordi. Come già detto, l'inversione repentina degli uni o degli altri può innescare crisi economiche e finanziarie interne.

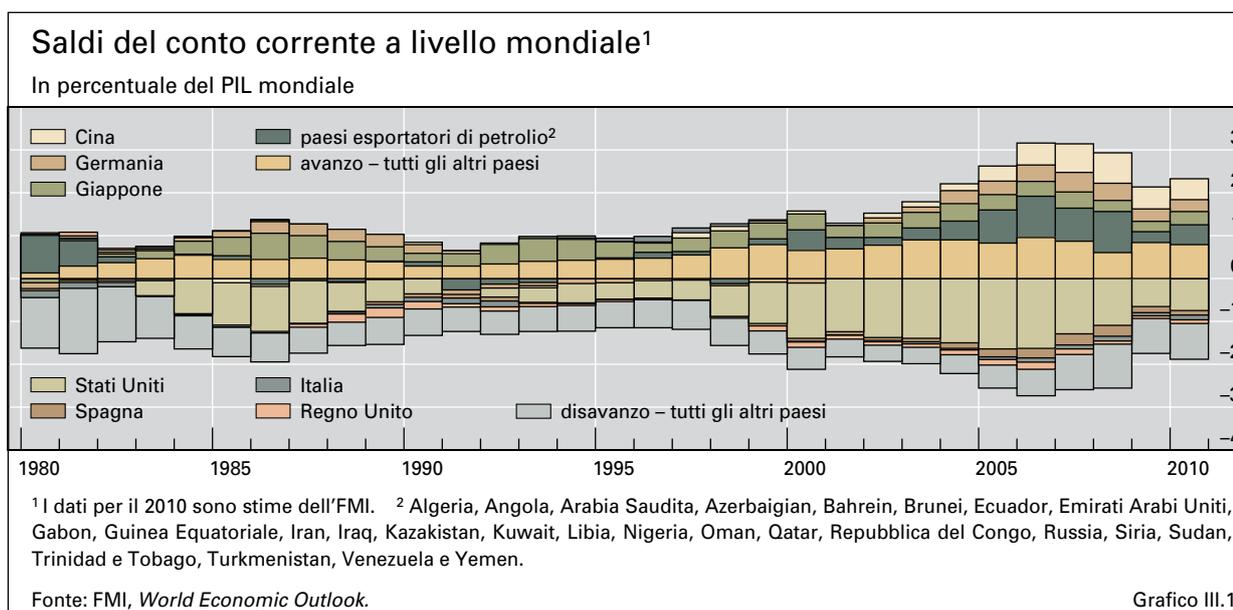
Talune misure di politica economica in grado di attenuare un tipo di squilibrio, poi, ridurrebbero anche l'altro. Ad esempio, una maggiore flessibilità del cambio nominale non solo accelererebbe la correzione degli squilibri correnti ma contribuirebbe anche alla stabilità finanziaria nelle economie emergenti in avanzo, moderando le spinte inflazionistiche.

Il capitolo esamina in primo luogo gli attuali ampi squilibri correnti e la possibilità di coordinamento delle politiche per ridurre i rischi connessi. Esso analizza quindi i rischi creati da ingenti flussi finanziari lordi e le risposte ufficiali più efficaci. Il capitolo conclude mostrando come gli squilibri correnti e finanziari siano tra loro collegati.

### Saldi del conto corrente: rischi e rimedi

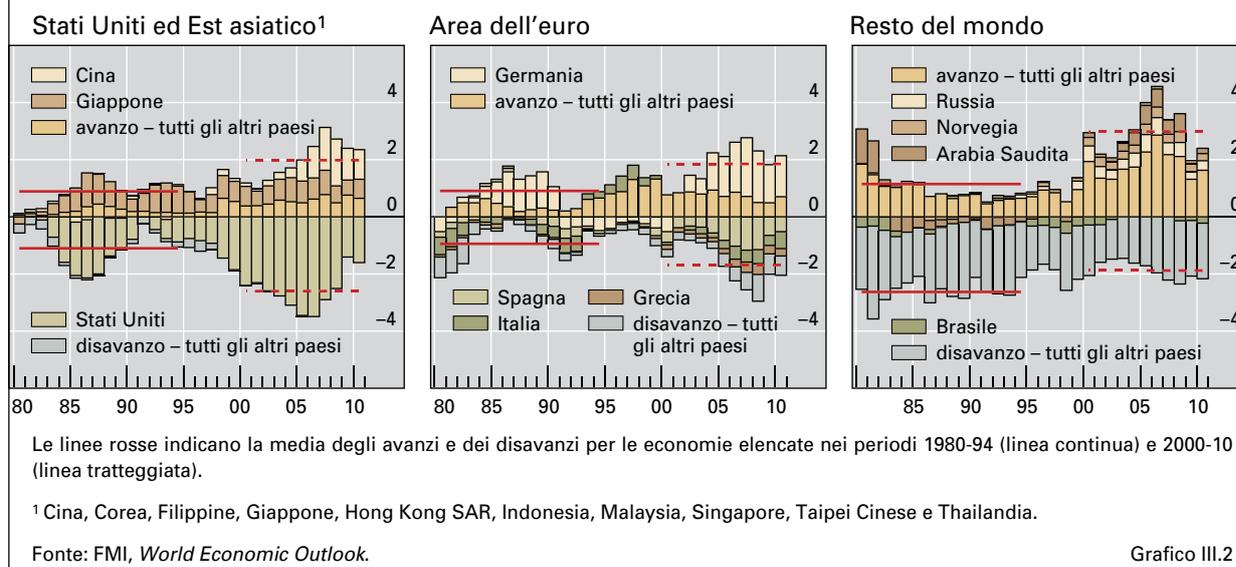
Le bilance dei pagamenti correnti presentano tuttora squilibri considerevoli (grafico III.1). Stati Uniti, Italia, Spagna e Regno Unito hanno disavanzi ampi e persistenti; Cina, Giappone e Germania continuano a registrare avanzi ampi e persistenti. La somma dei valori assoluti dei saldi attivi e passivi si è mantenuta intorno al 2% del PIL mondiale negli anni ottanta e nei primi anni novanta, per poi salire costantemente prima della crisi fino a raggiungere il 6% circa. Pur essendo in seguito sceso al 4%, lo squilibrio aggregato resta storicamente alto.

Gli squilibri di parte corrente sono concentrati: gran parte della loro crescita dal 1994 ha riguardato gli Stati Uniti, l'Est asiatico (grafico III.2, diagramma di sinistra) e l'area dell'euro (diagramma centrale). Un raffronto tra i periodi 1980-94 e 2000-10 mostra che il rapporto tra il saldo medio e il PIL della regione di riferimento è aumentato di circa 2,6 punti percentuali per Stati Uniti ed Est asiatico e di 1,7 punti per l'area dell'euro, ma solo di circa 1,1 punti nel resto del mondo. Questa concentrazione spiega perché il dibattito di politica economica si focalizzi spesso su quei paesi che presentano i più ampi saldi attivi e passivi, tra cui Cina e Stati Uniti.



## Saldi del conto corrente a livello regionale

In percentuale del PIL



Poiché gran parte della riduzione dei saldi correnti durante la crisi ha costituito un fenomeno ciclico più che strutturale, tali saldi sono probabilmente destinati ad aumentare in futuro. Ad esempio, in molte economie avanzate con disavanzi correnti (compresi gli Stati Uniti) la domanda interna privata aveva subito una drastica contrazione; con la ripresa economica e il recupero degli investimenti e dei consumi privati essa dovrebbe tornare a crescere. In assenza di un sostanziale consolidamento dei conti pubblici, la maggiore domanda tenderà ad ampliare ulteriormente i passivi correnti. Per contro, nei paesi emergenti in avanzo (e in particolare in Cina) le misure di stimolo macroeconomico hanno favorito la crescita dell'economia nazionale e il loro esaurirsi potrebbe ridurre la domanda interna e quindi ampliare l'eccedenza corrente.

### Rischi

Disavanzi correnti ampi e persistenti sono insostenibili e quindi destinati a essere corretti. Resta dunque da vedere non tanto se, quanto come avverrà la correzione. Il rischio principale è che essa si riveli disordinata e pregiudizievole per la stabilità globale sia macroeconomica che finanziaria.

Se i flussi finanziari che accompagnano i disavanzi correnti dovessero improvvisamente invertirsi, le economie con ampi disavanzi subirebbero deprezzamenti disordinati delle rispettive valute. Prima della crisi finanziaria il pesante passivo corrente degli Stati Uniti era considerato una grave minaccia per la stabilità mondiale poiché comportava il rischio di una perdita di valore incontrollata del dollaro. L'attuale capacità del paese di finanziare agevolmente il proprio saldo negativo non può essere data per scontata. L'esempio passato di varie economie deficitarie più piccole mostra che la fiducia degli operatori può esaurirsi rapidamente, imponendo un aggiustamento brusco e oneroso. Un improvviso riequilibrio della domanda mondiale causato da un repentino

Gli squilibri correnti rischiano di causare una correzione disordinata dei cambi ...

deprezzamento del dollaro USA avrebbe implicazioni di vasta portata per l'economia mondiale.

Il settore finanziario interno potrebbe inoltre faticare ad assorbire in modo efficiente gli afflussi finanziari che costituiscono la contropartita del disavanzo di parte corrente. Il rischio che le istituzioni finanziarie non riescano a destinare questi capitali a impieghi produttivi è particolarmente forte se tali istituzioni non sono soggette a un'adeguata regolamentazione. La conseguente allocazione distorta di risorse (ad esempio in favore del credito immobiliare) può provocare cicli *boom-bust* e in definitiva instabilità finanziaria. Di fatto, alcuni economisti attribuiscono in parte il boom edilizio pre-crisi negli Stati Uniti ai massicci afflussi di capitali in contropartita dei disavanzi correnti. Il perdurare degli squilibri mondiali comporta rischi simili per la stabilità finanziaria in futuro.

... e politiche protezionistiche

Infine, ma non da ultimo, gli squilibri delle partite correnti possono indurre i paesi in disavanzo ad adottare misure protezionistiche. Il pericolo è particolarmente grande se le politiche dei paesi eccedentari vengono viste come un fattore di svantaggio competitivo dai paesi che registrano saldi passivi. Una spirale protezionistica può finire per dar luogo a guerre commerciali. Le autorità mostrano oggi una certa riluttanza ad adottare provvedimenti protezionistici, ma il rischio che cambino atteggiamento appare sempre maggiore.

#### *Impasse delle politiche*

La riduzione degli squilibri di parte corrente presuppone un riequilibrio della domanda mondiale. I paesi in disavanzo devono passare da fonti interne a fonti esterne di domanda e quelli in avanzo devono compiere il percorso opposto. In termini di quantità, i primi hanno bisogno di una qualche combinazione di maggiore risparmio interno e minori consumi o investimenti, mentre ai secondi serve il contrario. In termini di prezzi, una perdita di valore reale delle valute dei paesi deficitari accrescerebbe la competitività internazionale e favorirebbe le auspiccate variazioni nelle quantità. Un apprezzamento reale delle valute dei paesi eccedentari opererebbe nello stesso senso. Tali correzioni del tasso di cambio reale richiedono la flessibilità di prezzi e salari interni e/o dei tassi di cambio nominali.

La correzione è tuttavia lenta ...

Benché gli squilibri delle partite correnti si siano in certa misura ridotti rispetto ai livelli immediatamente precedenti la crisi ( riquadro III.A), la correzione in atto appare lenta, e un ulteriore deliberato aggiustamento su scala significativa non sembra probabile nelle condizioni attuali. Un paese in forte avanzo o disavanzo continuerà probabilmente a opporsi a correzioni dei prezzi o dei cambi nominali se dovrà assumersene l'intero onere.

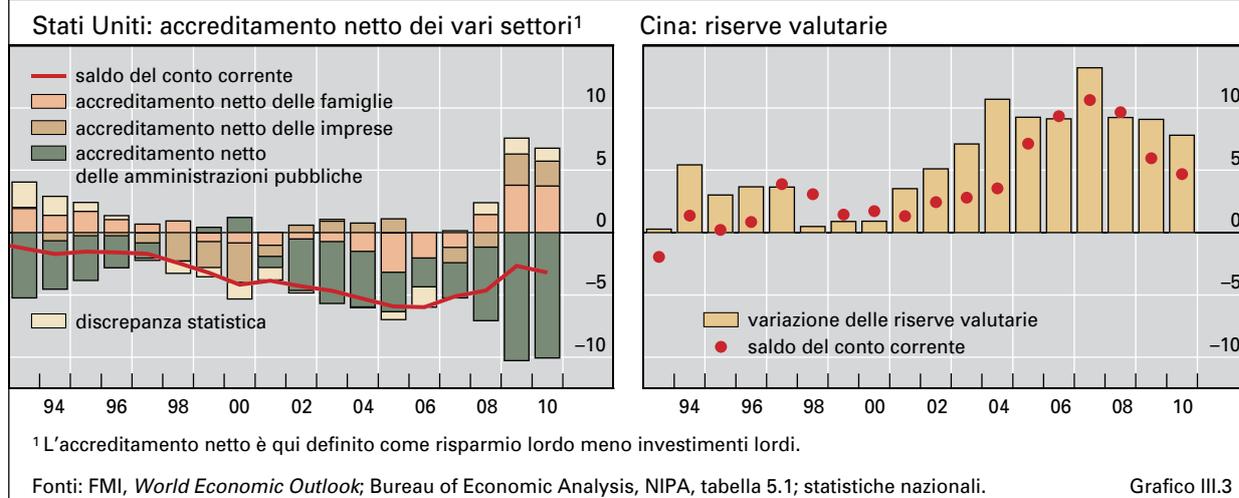
... a causa degli obiettivi interni delle politiche nazionali ...

In particolare, temendo i costi elevati dell'instabilità monetaria, le economie in disavanzo contrastano le spinte deflazionistiche generate dalla loro posizione corrente e quelle in avanzo si oppongono alle corrispondenti pressioni inflazionistiche. Questa resistenza da parte di entrambi i gruppi di paesi è in linea con gli obiettivi delle politiche interne, soprattutto se l'uno dà per scontata la resistenza dell'altro. Il risultato è una situazione di stallo.

Negli Stati Uniti, ad esempio, i bassi tassi ufficiali e le aggressive misure di stimolo fiscale hanno supplito al forte calo della domanda delle famiglie

## Resistenza all'aggiustamento del tasso di cambio reale

In percentuale del PIL



e delle imprese (grafico III.3, diagramma di sinistra). Tra il 2005 e il 2010 l'accredito netto delle famiglie (definito come differenza fra il risparmio lordo e gli investimenti lordi) è salito da circa -3,2 a +3,7% del PIL, mentre quello delle amministrazioni pubbliche è sceso da circa -3,2 a -10,1%. Per un certo tempo vi è stato un chiaro pericolo di deflazione, che le misure di stimolo hanno contribuito a contrastare.

Del pari, molte economie eccedentarie cercano di limitare il ritmo di apprezzamento nominale delle rispettive valute. Un apprezzamento rapido metterebbe in crisi le loro strategie di crescita basate sulle esportazioni e determinerebbe probabilmente perdite di occupazione e di prodotto nel breve periodo. La resistenza opposta da questi paesi a una siffatta evoluzione del cambio è quindi coerente con gli obiettivi interni.

Un riscontro di tale resistenza è offerto dalle riserve valutarie che queste economie hanno accumulato negli ultimi dieci anni (tabella III.1). In Cina gli ampi avanzi correnti sono stati accompagnati da tassi elevati di crescita delle disponibilità ufficiali (grafico III.3, diagramma di destra). Dal 1994 l'accumulo di riserve della Cina, pari a \$2,4 trilioni, ha superato di circa il 30% quello delle eccedenze correnti. Come conseguenza di questa crescita delle riserve, l'apprezzamento del cambio nominale è stato relativamente limitato.

L'accumulo di riserve valutarie complica la politica monetaria. In assenza di misure complementari, un incremento delle riserve esercita di per sé pressioni al ribasso sui tassi di interesse. Per preservare la stabilità monetaria e contrastare le spinte inflazionistiche originate dagli interventi sui mercati dei cambi, la Cina sterilizza l'impatto del forte accumulo di disponibilità ufficiali. Per lo stesso motivo è andata inoltre accrescendo gli obblighi di riserva e inasprando i tassi di riferimento.

Nell'insieme le politiche adottate negli Stati Uniti, in Cina e in altri paesi per mantenere la stabilità monetaria e limitare i movimenti del cambio nominale hanno rallentato l'aggiustamento di quello reale.

Inoltre, le politiche poste in essere nei paesi con saldi correnti del medesimo segno rendono più difficile una correzione unilaterale da parte dei

... e della resistenza delle economie emergenti in surplus alla flessibilità dei cambi

Variazioni annue delle riserve ufficiali					
	2006	2007	2008	2009	2010
	In miliardi di dollari USA, ai tassi di cambio correnti				
Mondo	915,9	1 445,2	654,6	1 131,7	1 102,5
Paesi industriali	164,7	177,2	71,6	483,9	320,0
Stati Uniti	0,8	4,7	7,1	53,1	1,7
Area dell'euro	12,3	18,3	3,4	64,1	17,4
Giappone	45,4	73,1	56,6	12,9	39,3
Asia <sup>1</sup>	395,2	694,5	412,0	747,4	653,7
Cina	247,0	461,8	419,0	466,8	450,0
Corea	28,6	23,3	-61,0	68,8	21,6
Filippine	4,1	10,2	3,0	5,6	16,6
Hong Kong SAR	8,9	19,5	29,8	73,3	12,9
India	38,8	96,3	-19,6	17,8	10,1
Indonesia	8,0	13,9	-5,4	14,0	29,3
Malaysia	12,3	18,9	-9,9	4,3	9,5
Singapore	20,1	26,7	11,2	13,6	37,9
Taipei Cinese	12,9	4,2	21,4	56,5	33,8
Thailandia	14,6	19,9	23,4	26,8	32,0
America latina <sup>2</sup>	49,5	126,7	42,9	44,0	81,6
Argentina	3,7	13,8	0,2	1,2	3,6
Brasile	31,9	94,3	13,4	44,5	49,7
Cile	2,5	-2,6	6,2	2,2	2,5
Messico	2,2	10,8	8,0	4,5	20,7
Venezuela	5,5	-5,2	8,9	-11,4	-8,6
ECO <sup>3</sup>	28,2	42,4	5,7	39,3	15,3
Medio Oriente <sup>4</sup>	27,1	63,9	53,4	7,8	19,7
Russia	119,7	171,2	-55,0	4,9	26,9
<i>Per memoria:</i>					
<i>esportatori netti di petrolio<sup>5</sup></i>	<i>285,3</i>	<i>330,5</i>	<i>145,8</i>	<i>-22,2</i>	<i>106,4</i>

<sup>1</sup> Paesi elencati. <sup>2</sup> Paesi elencati, più Colombia e Perù. <sup>3</sup> Europa centrale e orientale: Bulgaria, Croazia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria. <sup>4</sup> Arabia Saudita, Kuwait, Libia e Qatar. Per l'Arabia Saudita, al netto degli investimenti in titoli esteri. <sup>5</sup> Algeria, Angola, Kazakistan, Messico, Nigeria, Norvegia, Russia, Venezuela e Medio Oriente.

Fonti: FMI; Datastream; statistiche nazionali. Tabella III.1

Le resistenze accrescono il costo di un aggiustamento unilaterale per gli altri paesi

paesi che presentano saldi di segno opposto. L'ampio avanzo corrente della Cina accresce ad esempio l'incentivo negli Stati Uniti ad attuare politiche macroeconomiche che favoriscano la domanda. Per contro, le misure di stimolo macroeconomico e più in generale l'eccesso di domanda negli Stati Uniti accrescono l'entità e il costo dell'aggiustamento del cambio necessario alla Cina per ridurre il suo avanzo. Benché i paesi di entrambi i gruppi possano auspicare una correzione, nessuno di loro ritiene che un intervento unilaterale sia nel proprio interesse. I costi dell'aggiustamento ricadono in misura sproporzionata su chi assume l'iniziativa e appaiono ben superiori ai benefici interni sotto forma di maggiore stabilità finanziaria e minore inflazione (nel caso di un'economia emergente in surplus) o posizioni esterne più sostenibili (nel caso di un'economia avanzata in deficit). Tuttavia, l'aggiustamento genera un'esternalità positiva anche per tutti gli altri paesi, poiché accresce la stabilità macroeconomica globale.

## Riquadro III.A – Evidenze di un aggiustamento

La correzione degli squilibri mondiali di parte corrente richiede aggiustamenti compensativi del risparmio e degli investimenti, ossia delle quantità, accompagnati da variazioni complementari dei tassi di cambio reali che modificano i prezzi relativi. Alcuni segni preliminari di aggiustamento del risparmio e degli investimenti sono già emersi. Negli Stati Uniti il risparmio privato è cresciuto dopo il culmine della crisi finanziaria. In Cina il governo progetta di accrescere i consumi interni, mentre le riforme in atto nella struttura di governance delle grandi imprese potrebbero ridurne gli attuali alti livelli di risparmio.

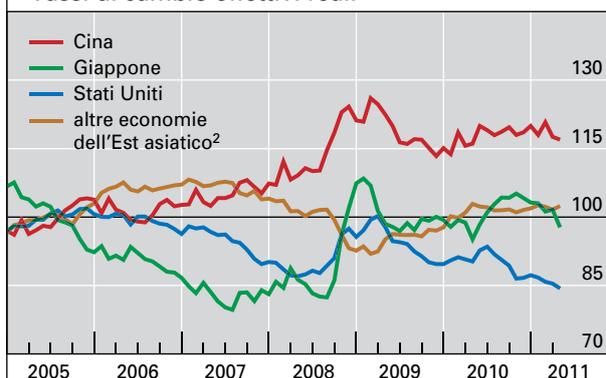
L'aggiustamento dei prezzi relativi attraverso le variazioni dei tassi di cambio reali favorisce oggi la riduzione degli squilibri delle partite correnti. In altri termini, nei paesi deficitari i prezzi espressi nelle divise dei paesi eccedentari tendono a crescere più lentamente che i prezzi in questi ultimi paesi. Una misura della competitività internazionale è data dal tasso di cambio effettivo reale basato sui costi unitari del lavoro. Per il dollaro USA questo tasso è sceso di circa il 10% fra il 2004 e il 2009, il che dovrebbe contribuire a ridurre il disavanzo corrente. In Cina non esistono statistiche ufficiali sui costi unitari del lavoro, ma la rapida crescita dei salari osservata di recente sta a indicare una correzione in atto anche in questo paese. Ciò è dovuto in parte a una politica di aumento dei salari minimi, ma potrebbe indicare anche un imminente esaurimento dell'offerta eccedentaria di manodopera, che comporterebbe a sua volta una dinamica salariale ancora più rapida in futuro<sup>①</sup>.

Le misure disponibili del tasso di cambio effettivo reale basate sull'inflazione dei prezzi al consumo segnalano anch'esse un aggiustamento in corso. Il tasso di cambio effettivo reale del renminbi è salito di circa il 15% negli ultimi cinque anni (grafico III.A, diagramma di sinistra). Nello stesso periodo il tasso di cambio del dollaro USA, che pure aveva guadagnato notevole terreno durante la crisi finanziaria, è diminuito di circa il 15%. L'apprezzamento reale del renminbi in termini di dollari deriva dall'effetto congiunto di un'inflazione in Cina superiore a quella statunitense e di un apprezzamento nominale del renminbi sul dollaro (grafico III.A, diagramma di destra). Tali misure potrebbero sottostimare il grado di aggiustamento in Cina. È probabile che i recenti incrementi salariali si traducano in un aumento dei prezzi dei servizi, ponderati sistematicamente per difetto nell'indice cinese dei prezzi al consumo utilizzato per calcolare il tasso di cambio reale basato sull'inflazione.

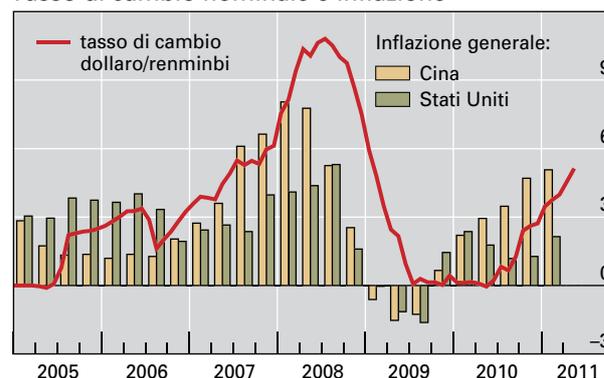
<sup>①</sup> Secondo l'approccio basato sull'offerta di lavoro, la maggiore domanda di manodopera in Cina non aveva finora dato origine a una crescita sostanziale dei salari reali in quanto era stata soddisfatta dall'offerta eccedentaria di lavoratori agricoli. Con l'esaurirsi di quest'ultima, ulteriori aumenti della domanda di lavoro faranno crescere i salari reali, che potranno accelerare l'apprezzamento reale del renminbi.

### Aggiustamento del tasso di cambio reale

Tassi di cambio effettivi reali<sup>1</sup>



Tasso di cambio nominale e inflazione<sup>3</sup>



<sup>1</sup> In termini di prezzi al consumo relativi; aumento = apprezzamento; indice ampio BRI, media 2005 = 100. <sup>2</sup> Media di Corea, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia, ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005. <sup>3</sup> Variazioni annue del tasso di cambio bilaterale e dell'indice dei prezzi al consumo, in percentuale.

Fonti: statistiche nazionali; BRI.

Grafico III.A

### *Ruolo del coordinamento delle politiche*

Serve un'azione coordinata per superare l'impasse

Un'azione coordinata potrebbe permettere di superare questa impasse. Dati i costi elevati dell'instabilità monetaria, la correzione dovrebbe operare principalmente attraverso una maggiore flessibilità dei tassi di cambio nominali. Nel caso di Stati Uniti e Cina, è probabile che tali costi ricadano soprattutto su quest'ultima. Gli Stati Uniti potrebbero tuttavia assumersi parte dell'onere perseguendo politiche fiscali e monetarie più restrittive per ridurre la domanda interna. Un inasprimento delle politiche macroeconomiche nel paese deficitario potrebbe anche fugare i timori di un'erosione del valore reale delle riserve valutarie accumulate dalle economie in avanzo.

L'attuazione di interventi coordinati dipenderà probabilmente dalla presenza di condizioni interne più favorevoli in entrambi i gruppi di paesi. Quelli deficitari necessitano soprattutto di una ripresa abbastanza vigorosa da consentire l'inasprimento delle politiche macroeconomiche. Nei paesi in avanzo il rafforzamento dell'infrastruttura dei mercati finanziari attraverso lo sviluppo di un mercato per i derivati valutari, ad esempio, ridurrebbe i costi reali di una maggiore flessibilità del tasso di cambio nominale.

Il coordinamento tra economie in avanzo permetterebbe cambi più flessibili

Il coordinamento potrebbe anche risolvere lo svantaggio della prima mossa per le economie in avanzo. Gli esportatori di un paese con un saldo corrente positivo che consenta unilateralmente alla propria valuta di apprezzarsi in termini nominali si trovano svantaggiati rispetto a quelli di altri paesi eccedentari che non aggiustano simultaneamente i rispettivi tassi di cambio. Un coordinamento tra le suddette economie, soprattutto nell'Asia emergente, potrebbe favorire il superamento di questo ostacolo.

A prescindere dal coordinamento, anche l'adozione di politiche strutturali sia nei paesi in avanzo sia in quelli in disavanzo potrebbe promuovere la correzione mondiale degli squilibri di parte corrente. L'attuale sistema impositivo statunitense, ad esempio, sovvenziona il debito e penalizza il risparmio. Rimuovendo tali distorsioni si potrebbe agevolare un riequilibrio globale. In Cina, invece, lo sviluppo ulteriore di programmi previdenziali sostenibili – tra cui sistemi pensionistici e sanitari pubblici – ridurrebbe le esigenze di risparmio delle famiglie e stimolerebbe i consumi.

L'entità del problema è tuttavia tale per cui in assenza di interventi coordinati la situazione di stallo e la crescita degli squilibri potrebbero perdurare molti anni. Le economie in avanzo sono in grado di contrastare l'apprezzamento della moneta in termini nominali fintantoché sono disposte ad accumulare riserve valutarie e sostenerne i costi di detenzione. Sono quindi in generale i paesi in disavanzo che si trovano alla fine costretti a operare l'aggiustamento. Più dura lo stallo, maggiori saranno la correzione necessaria e il rischio di una correzione disordinata<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Per gli Stati Uniti le pressioni all'aggiustamento sono più deboli che per le altre economie in disavanzo. Poiché il dollaro USA è la principale moneta di riserva mondiale, il paese potrebbe sostenere un livello contenuto di deficit corrente anche sul lungo periodo in quanto è probabile che i non residenti desiderino detenere attività denominate in questa valuta. Ciò nonostante, il disavanzo statunitense si colloca oggi chiaramente al di sopra di un tale livello, il che rende inevitabile una correzione futura.

## Flussi finanziari lordi e squilibri finanziari

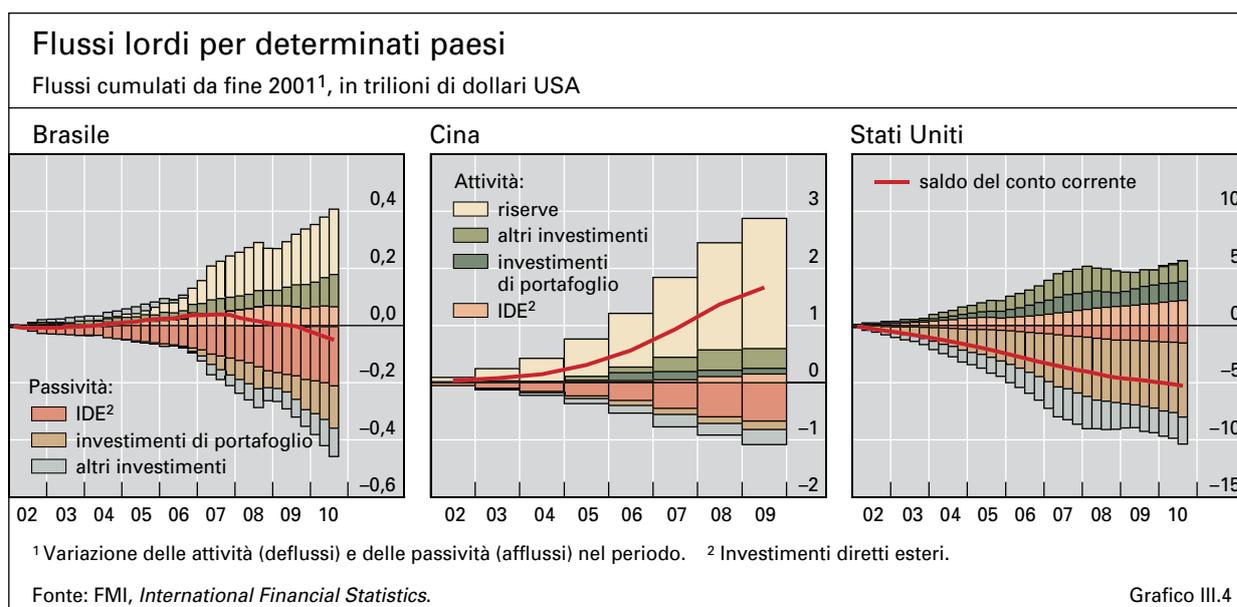
La crisi finanziaria ha dimostrato che i rischi internazionali derivanti dai flussi finanziari lordi rivestono la stessa importanza di quelli connessi ai saldi di parte corrente. I flussi finanziari determinano l'accumulo di ampie posizioni nei bilanci interconnessi di istituzioni finanziarie, imprese e famiglie in tutto il mondo. Le differenze nelle caratteristiche dei flussi in entrata e in uscita si accumulano sotto forma di disallineamenti tra le attività e le passività nei suddetti bilanci. I disallineamenti, ad esempio in termini di valuta o di scadenza, possono dare origine a squilibri finanziari. La comprensione e la gestione dei rischi ad essi collegati sono importanti per la sostenibilità della crescita economica e la stabilità finanziaria a livello mondiale.

La differenza tra afflussi e deflussi lordi di un paese è pari al saldo della sua bilancia corrente: i primi sono maggiori dei secondi nelle economie in disavanzo e viceversa in quelle in avanzo<sup>2</sup>. Presa separatamente, tuttavia, l'entità degli uni e degli altri può avere una scarsa correlazione con quella del saldo corrente. Gli investitori diversificano i loro portafogli su scala mondiale in base ai rischi e ai rendimenti attesi, più che al sottostante livello del risparmio e degli investimenti nelle economie nazionali. Le operazioni effettuate dai fondi pensione per diversificare internazionalmente i loro portafogli comportano ampi deflussi dai paesi sia eccedentari sia deficitari. Analogamente, le grandi imprese che espandono la produzione investendo oltre confine non tengono di norma conto del saldo corrente del loro paese di origine.

Il Brasile, per esempio, ha registrato ampi afflussi e deflussi lordi nonostante l'entità modesta dei suoi saldi correnti (grafico III.4, diagramma di sinistra). Vi possono essere economie in avanzo con ingenti afflussi finanziari. In Cina (diagramma centrale) gli afflussi lordi hanno superato \$1 trilione tra

I flussi lordi sono ingenti e non necessariamente correlati ai flussi netti ...

... e si accumulano nei bilanci interconnessi ...

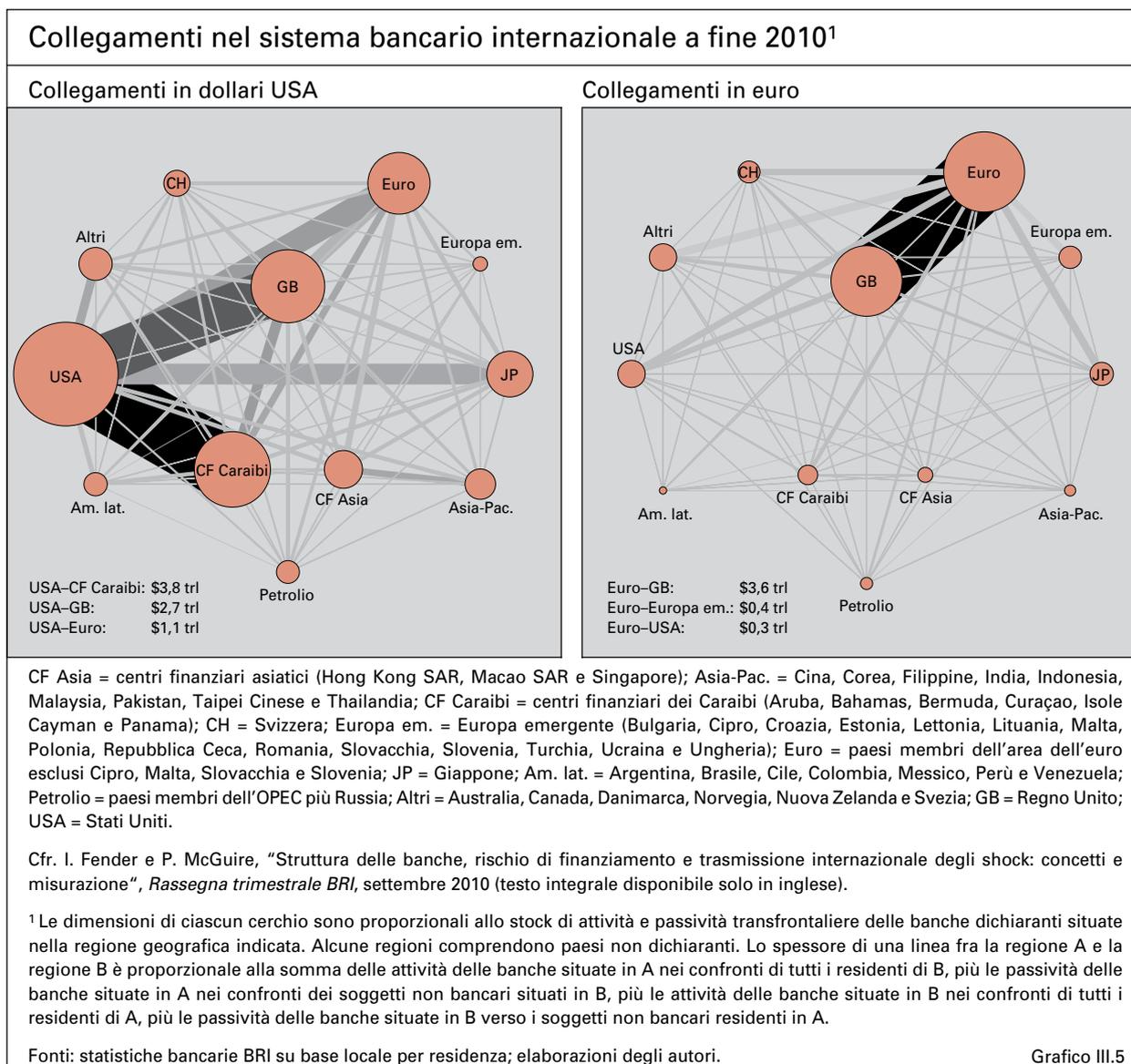


<sup>2</sup> I flussi lordi sono essi stessi misure consolidate. Gli afflussi sono dati dalla differenza tra gli acquisti e le vendite di attività interne da parte di non residenti. Analogamente, i deflussi misurano la differenza tra acquisti e vendite di attività estere da parte di residenti. In entrambi i casi, i flussi lordi sono negativi se le vendite superano gli acquisti.

il 2002 e il 2009, nonostante un surplus corrente cumulato di \$1,7 trilioni. Viceversa, sono osservabili deflussi in uscita da paesi in deficit, come gli Stati Uniti (diagramma di destra). A fronte di un disavanzo corrente di circa \$5 trilioni accumulato negli ultimi otto anni, questo paese ha registrato deflussi lordi ancor maggiori, finanziati da afflussi per circa \$10 trilioni.

... creando una complessa trama di interdipendenze

Inoltre, le posizioni risultanti dai flussi finanziari lordi sono fra loro collegate secondo modalità complesse. Le statistiche della BRI sull'attività bancaria consentono di esplorare il sottoinsieme dei collegamenti bilaterali rappresentati dalle operazioni nelle quali almeno una delle controparti è un istituto dichiarante alla BRI. Nel grafico III.5, ciascun cerchio rappresenta un paese o una regione e ha dimensioni proporzionali al volume di attività e passività transfrontaliere detenute dalle banche con sede nel paese o nella regione in oggetto. Lo spessore delle linee che uniscono i diversi cerchi è proporzionale alle dimensioni dei crediti o dei collegamenti finanziari reciproci. Cerchi e linee nei diagrammi si riferiscono agli stock denominati in dollari (diagramma di sinistra) e agli stock denominati in euro (diagramma di destra).



In alcuni casi i collegamenti finanziari sono strettamente connessi ai saldi correnti, come avviene per i flussi tra l'area dell'euro e i paesi emergenti europei. I forti legami tra Stati Uniti e Regno Unito (\$2,7 trilioni in termini di stock in dollari, diagramma di sinistra) e tra quest'ultimo paese e l'area dell'euro (\$3,6 trilioni in termini di stock in euro, diagramma di destra) presentano invece una debole correlazione con le bilance correnti sottostanti.

### *Rischi*

I flussi finanziari lordi danno origine a rischi che in alcuni casi sono molto simili a quelli derivanti dai flussi netti. Afflussi lordi di grandi dimensioni possono arrestarsi o persino invertirsi repentinamente, determinando una crisi. Inoltre, possono mettere in difficoltà un settore finanziario debole o scarsamente regolamentato, il quale in definitiva intermedia flussi lordi e non netti.

I rischi per i flussi lordi e netti sono simili: arresto improvviso e assorbimento inefficiente

Va sottolineato che le ampie posizioni di bilancio create dai flussi lordi possono essere una fonte di rischio in quanto le attività (deflussi accumulati) e le passività (afflussi accumulati) non sono intercambiabili. Le attività sull'estero detenute da taluni residenti, ad esempio i fondi pensione, non possono di norma essere utilizzate per rimborsare i debiti sull'estero di altri residenti quali i promotori immobiliari. È probabile che anche i rischi di cambio, di liquidità e di credito connessi alle attività e alle passività varino notevolmente: il profilo di rischio del portafoglio azionario di un fondo pensione è assai diverso da quello dei prestiti di un promotore immobiliare.

Ulteriori rischi originano da forti disallineamenti nei bilanci internazionali

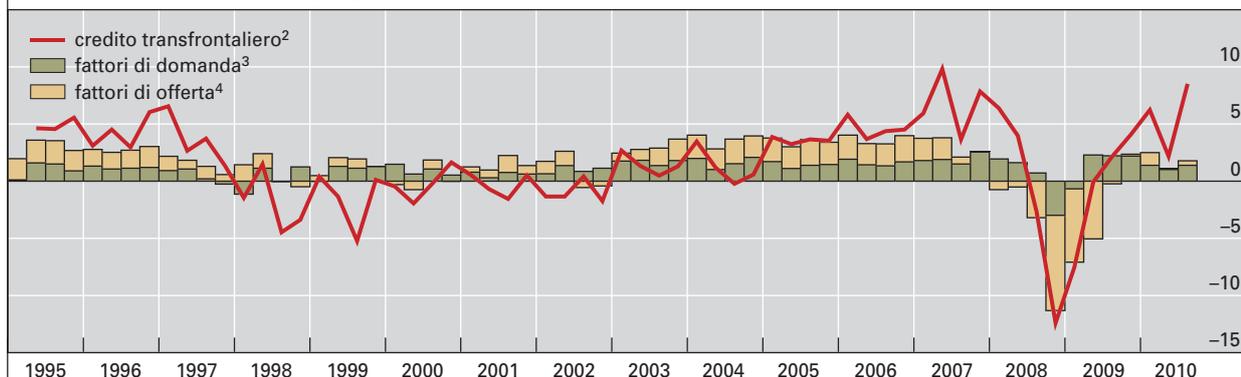
Indubbiamente, i rischi insiti nei flussi lordi (transazioni fra residenti e non residenti) non possono essere considerati isolatamente, bensì vanno visti nel contesto più ampio dei bilanci domestici (transazioni fra residenti). Ad esempio, i flussi internazionali possono favorire una rapida espansione del credito interno poiché rappresentano una fonte di finanziamento aggiuntiva rispetto a quanto può essere ottenuto dai soli residenti. Di fatto, durante i boom creditizi la componente esterna cresce spesso più rapidamente di quella interna (riquadro III.B).

Una scomposizione dei dati sui flussi lordi per categorie principali – riserve, investimenti di portafoglio e investimenti diretti esteri (IDE) – mette in luce le differenze tra attività e passività descritte nell'esempio precedente. I disallineamenti nei bilanci nazionali sono ben visibili anche tra queste ampie categorie aggregate (grafico III.4). Il Brasile presenta ad esempio afflussi per IDE molto superiori ai deflussi. Il suo conto corrente è bilanciato dall'accumulo di riserve e da un più modesto ammontare di altri investimenti. In Cina i deflussi sono rappresentati soprattutto da riserve e gli afflussi da IDE. Negli Stati Uniti il conto degli IDE registra deflussi lievemente superiori agli afflussi. Ampi flussi in entrata per investimenti di portafoglio, provenienti in parte dall'accumulo di riserve in altri paesi, finanziano il disavanzo corrente e offrono inoltre fondi a basso costo per l'acquisto di attività estere con rendimenti più elevati. I disallineamenti sono ancor maggiori a livello di singoli operatori economici.

La presenza di forti collegamenti finanziari tra i bilanci di paesi distribuiti in tutto il mondo può trasmettere rapidamente gli shock in modi e direzioni

## Fattori di domanda e di offerta nel credito bancario transfrontaliero ai mercati emergenti<sup>1</sup>

Variazioni medie trimestrali, in percentuale



Per maggiori dettagli, cfr. E. Takáts, "Questione di offerta? Il credito bancario transfrontaliero alle economie emergenti durante la crisi finanziaria", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2010 (versione integrale disponibile solo in inglese).

<sup>1</sup> Stimati su un campione di paesi comprendente: Argentina, Brasile, Cile, Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Israele, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. <sup>2</sup> Tasso di crescita (logaritmico) sul trimestre precedente delle attività transfrontaliere lorde delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti di ciascun paese considerato; dati effettivi, in percentuale. <sup>3</sup> Tasso di crescita (logaritmico) sul trimestre precedente del PIL nominale destagionalizzato in termini di dollari USA moltiplicato per il rispettivo coefficiente di *panel* stimato, più una quota del termine costante e degli effetti fissi paese. <sup>4</sup> Volatilità del sottoindice S&P per le società finanziarie moltiplicata per il coefficiente di *panel*, più una quota del termine costante e degli effetti fissi paese.

Fonti: Datastream; elaborazioni degli autori.

Grafico III.6

I collegamenti finanziari possono trasmettere rapidamente gli shock

difficili da prevedere. Ad esempio, le gravi tensioni emerse durante la crisi finanziaria hanno limitato la capacità di erogare credito delle banche attive a livello internazionale. Una conseguenza è stata che i prestiti bancari transfrontalieri a varie economie emergenti sono scesi molto più velocemente di quanto giustificato dai soli fattori di domanda (grafico III.6). Durante la stessa crisi, è inaspettatamente emerso che alcune banche dell'Europa continentale detenevano esposizioni verso il mercato statunitense dei mutui *subprime* tali da mettere in pericolo la propria liquidità e solvibilità. I problemi posti da queste esposizioni sono stati particolarmente gravi nelle economie i cui bilanci presentavano un elevato grado di leva in termini di attività e passività sull'interno, lasciando un margine limitato per l'assorbimento delle perdite sulle posizioni internazionali.

### *Gestione dei rischi finanziari*

La crisi ha mostrato come una scarsa considerazione degli squilibri finanziari possa rivelarsi estremamente costosa. In assenza di norme adeguate che offrano i corretti incentivi, i forti collegamenti e disallineamenti tra i bilanci espongono a rischi sostanziali il settore finanziario e, in definitiva, l'economia nel suo insieme.

Prima linea di difesa: politiche macroeconomiche solide, compresa la stabilità monetaria

Politiche macroeconomiche sane, che garantiscano la stabilità monetaria e la sostenibilità fiscale, costituiscono la prima e migliore linea di difesa contro i rischi posti dagli squilibri finanziari (per una descrizione delle sfide per la politica monetaria, cfr. Capitolo IV). Laddove i mercati ritengano che l'inflazione si stia disancorando, oppure che le autorità fiscali non riescano a garantire una protezione adeguata contro il rischio di insolvenza sul debito sovrano, gli

## Riquadro III.B – Liquidità globale

Il basso livello dei tassi di interesse di importanti divise internazionali ha destato timori per le condizioni creditizie in tutto il mondo. Questo riquadro si avvale delle statistiche finanziarie internazionali della BRI, che rilevano i flussi creditizi transfrontalieri (“offshore”), per far luce su alcuni aspetti internazionali della crescita del credito. Le condizioni creditizie sono un elemento di quella che è ormai nota come “liquidità globale”.

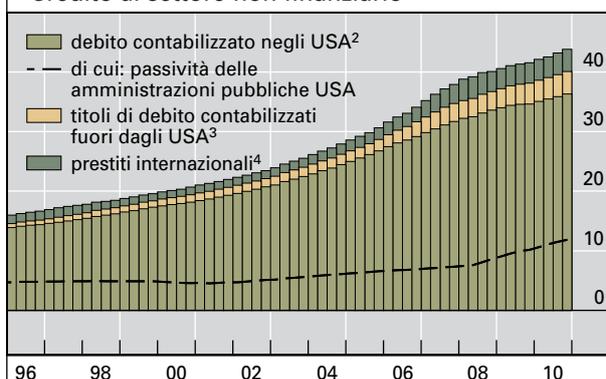
### Verso aggregati creditizi globali

Alcune divise sono ampiamente utilizzate al di fuori delle giurisdizioni emittenti. Le decisioni delle rispettive autorità monetarie esercitano un’influenza diretta sulle condizioni monetarie e finanziarie nel resto del mondo. L’impiego esterno del dollaro USA, ad esempio, è considerevole e in crescita. A metà 2010 la quota del credito in dollari a non residenti negli Stati Uniti (grafico III.B.1, diagramma di sinistra, “titoli di debito contabilizzati fuori dagli USA” e “prestiti internazionali”) era salita al 17% sul totale mondiale del credito in dollari al settore non finanziario, rispetto al 12% del 2000. Se si esclude la serie “passività delle amministrazioni pubbliche USA”, la percentuale rappresentata dalla componente esterna risulta ancor maggiore (pari al 23%, rispetto al 15% nel 2000).

Il credito in dollari al resto del mondo ha avuto tendenza a espandersi molto più rapidamente di quello erogato ai residenti negli Stati Uniti, e il divario si è ampliato considerevolmente dopo la crisi (grafico III.B.1, diagramma di destra). Tra il 2000 e il 2007 il credito in dollari alle famiglie e alle imprese non finanziarie USA è cresciuto di circa il 9% su base annua, raggiungendo \$23 trilioni (166% del PIL) alla vigilia della crisi. Nello stesso periodo la crescita del credito ai mutuatari esterni agli Stati Uniti è stata più rapida, toccando un massimo del 30% su base annua a metà 2007, per un totale di \$5,8 trilioni (15% del PIL del resto del mondo). In seguito alla crisi, fra il terzo trimestre 2008 e il quarto trimestre 2010 il credito a residenti del settore privato USA è diminuito di \$580 miliardi. Per contro, dopo un calo di breve durata il credito ai non residenti è di fatto aumentato di \$749 miliardi. L’incremento è stato particolarmente rapido nei paesi con un boom del credito in valuta nazionale, come la Cina.

## Liquidità globale in dollari USA

Credito al settore non finanziario<sup>1</sup>



Crescita del credito al settore non finanziario<sup>5</sup>



<sup>1</sup> In trilioni di dollari USA. <sup>2</sup> Debito del settore non finanziario detenuto da residenti negli Stati Uniti, comprendente titoli di debito, mutui ipotecari, prestiti bancari, *commercial paper*, credito al consumo, prestiti alle amministrazioni pubbliche e altri prestiti e anticipazioni; sono esclusi il debito commerciale, i prestiti finalizzati alla detenzione di titoli e i fondi raccolti mediante titoli di capitale. <sup>3</sup> Titoli di debito in dollari USA emessi da prenditori non statunitensi al di fuori degli Stati Uniti. <sup>4</sup> Prestiti transfrontalieri e locali in dollari USA a favore di soggetti non bancari al di fuori degli Stati Uniti. Per la Cina, i prestiti locali in dollari USA a soggetti non bancari si basano sulle statistiche nazionali relative ai prestiti locali totali in valuta estera e sull’ipotesi che tali prestiti siano denominati per l’80% in dollari USA. Per gli altri paesi non dichiaranti alla BRI, i prestiti locali in dollari USA ai soggetti non bancari sono approssimati dai prestiti transfrontalieri in dollari USA concessi dalle banche dichiaranti alla BRI a favore delle banche nei singoli paesi non dichiaranti. <sup>5</sup> Crescita sull’anno precedente, in percentuale. Le linee verticali indicano la fine del 2° trimestre 2007 e del 3° trimestre 2008. <sup>6</sup> Credito totale al settore non finanziario negli Stati Uniti meno credito alle amministrazioni pubbliche statunitensi. <sup>7</sup> Credito totale al settore non finanziario negli Stati Uniti.

Fonti: People’s Bank of China; Board of Governors del Federal Reserve System; statistiche BRI sui titoli di debito internazionali e statistiche bancarie BRI su base locale per residenza. Grafico III.B.1

### La componente internazionale nei boom del credito interno

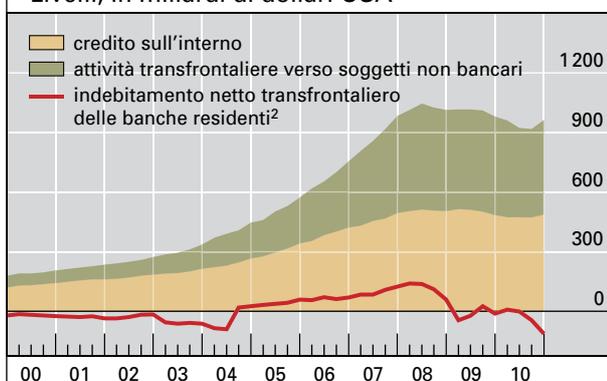
Durante i boom del credito interno la crescita dei finanziamenti al settore privato tende a superare quella della moneta. I canali creditizi non bancari tendono a essere particolarmente attivi, come mostra l'esperienza del sistema bancario ombra negli Stati Uniti. Inoltre, assumono un ruolo di maggiore rilievo le fonti internazionali di finanziamento, ossia i crediti diretti transfrontalieri ("offshore") a soggetti non bancari e la componente transfrontaliera intermediata dalle banche residenti. Ciò vuol dire che durante i boom queste due componenti internazionali tendono a espandersi più rapidamente del credito erogato dalle banche situate nel paese.

L'Irlanda offre un esempio di questa tendenza. Nel triennio antecedente la crisi (2005-07) le attività transfrontaliere verso residenti non bancari del paese hanno registrato una crescita annua di circa il 40%, superiore di ben 10 punti percentuali a quella del credito interno (grafico III.B.2, diagramma di destra). Inoltre, poiché gli impieghi bancari sull'interno sono aumentati più rapidamente dei depositi (non bancari) interni, le banche irlandesi hanno attinto a fonti internazionali per finanziare la crescita del credito nel paese (diagramma di sinistra). Nel 2008 le attività transfrontaliere verso soggetti non bancari e l'indebitamento esterno netto delle banche rappresentavano nel loro insieme oltre la metà del credito bancario totale a soggetti non bancari residenti in Irlanda.

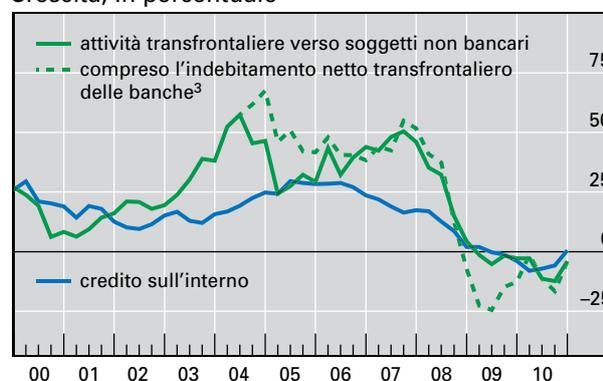
Rispetto al finanziamento bancario esterno, i prestiti transfrontalieri diretti a soggetti non bancari pongono particolari problemi alle autorità. In primo luogo, possono aggirare misure di restrizione creditizia, quali l'aumento degli obblighi di riserva, il ricorso a strumenti prudenziali e macroprudenziali (come l'abbassamento del rapporto prestito/garanzia) o l'introduzione di massimali al credito. Il meccanismo del *buffer* patrimoniale anticiclico di Basilea 3 prevede un coordinamento esplicito fra le autorità del paese di origine e quelle del paese ospitante basato su accordi di reciprocità intesi a evitare comportamenti elusivi. In secondo luogo, i prestiti transfrontalieri diretti sono più difficili da monitorare rispetto al credito interno. Essi sono esclusi dalle statistiche monetarie, la tipica fonte di informazioni sulle dinamiche creditizie. Inoltre, i dati grezzi (come quelli tratti dalla bilancia dei pagamenti) sono di norma relativamente meno attendibili in questo ambito.

### Credito bancario ai soggetti non bancari in Irlanda

Livelli, in miliardi di dollari USA<sup>1</sup>



Crescita, in percentuale



<sup>1</sup> Espressi ai tassi di cambio costanti di fine 2010. <sup>2</sup> Indebitamento netto (passività meno attività) transfrontaliero nei confronti di tutti i settori. <sup>3</sup> Comprende l'indebitamento netto transfrontaliero (se positivo) delle banche situate nel paese (diagramma di sinistra), assumendo che esso sia veicolato in ultima istanza ai soggetti non bancari residenti.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; statistiche bancarie BRI su base locale per residenza.

Grafico III.B.2

investitori potrebbero innescare una riduzione forzata della leva finanziaria. Di conseguenza, le posizioni di bilancio non pareggiate potrebbero sfociare in una grave contrazione macroeconomica interna con ricadute internazionali. La politica monetaria, in aggiunta, è in grado di svolgere un ruolo che va oltre il perseguimento della stabilità dei prezzi, contrastando incrementi eccessivi dei prezzi delle attività e del credito.

Una migliore regolamentazione del settore finanziario integrerebbe politiche macroeconomiche sane nel prevenire le crisi o limitarne le

conseguenze (Capitolo V). L'adeguamento dei requisiti patrimoniali in base al rischio posto da specifiche esposizioni rafforzerebbe il sistema finanziario. Svolgerebbe inoltre un ruolo complementare a monte nella riduzione degli incentivi ad accumulare ampie posizioni disallineate. Le attuali riforme regolamentari previste da Basilea 3 rappresentano un passo fondamentale in questa direzione.

Seconda linea di difesa: migliore regolamentazione finanziaria ...

In particolare, gli strumenti macroprudenziali forniscono un importante contributo alla limitazione dell'accumulo di ampie posizioni non pareggiate. Alcune economie emergenti hanno di recente acquisito una notevole esperienza al riguardo. Nell'Europa centrale e orientale i rapporti fra valore del prestito e della garanzia o fra servizio del debito e reddito venivano utilizzati anche prima della crisi finanziaria. In America latina svariati paesi hanno maturato un'esperienza nell'utilizzo del meccanismo degli accantonamenti dinamici collaudato in Spagna. Inoltre, alcune economie emergenti dell'Asia hanno introdotto una serie di misure macroprudenziali per proteggere i rispettivi sistemi bancari interni dal surriscaldamento dei mercati immobiliari e per limitare la crescita del credito. Tali strumenti possono salvaguardare i bilanci bancari e ridurre il danno che uno shock finanziario può infliggere all'economia nel suo insieme.

... e in particolare impiego di strumenti macroprudenziali

I controlli sui movimenti di capitali rimangono l'ultima linea di difesa contro gli squilibri finanziari in circostanze eccezionali. Nel breve periodo, possono costituire un rimedio temporaneo per moderare gli afflussi. Su orizzonti più lunghi, l'esperienza maturata finora insegna che i controlli sui capitali modificano soprattutto la composizione – non l'entità – dei flussi lordi, ma tale esperienza è insufficiente a indicare se l'effetto di composizione contribuisca a ridurre i rischi connessi ai disallineamenti. I controlli riguardano inoltre i soli flussi transfrontalieri (vale a dire le transazioni fra residenti e non residenti) e non sono in grado di incidere sulle transazioni e sulle condizioni monetarie interne, che rappresentano spesso un fattore molto più importante nell'accumulo di squilibri finanziari.

I controlli sui movimenti di capitali andrebbero utilizzati solo in circostanze eccezionali

Il problema maggiore con i controlli sui movimenti di capitali è che, con il tempo, possono determinare distorsioni allocative e nuocere alle prospettive di crescita di lungo periodo. A breve termine rischiano inoltre di provocare una reazione a catena. Le misure di controllo poste in essere in un paese potrebbero infatti riorientare i flussi verso altre economie, che sarebbero a loro volta sottoposte a maggiori pressioni verso l'adozione di provvedimenti analoghi. Potrebbe essere necessario un coordinamento internazionale per evitare un ricorso eccessivo ai controlli sui capitali dovuto a tali esternalità.

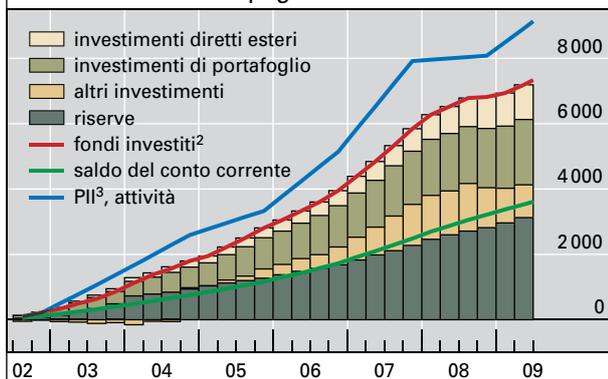
Le informazioni attualmente disponibili sui flussi lordi e sulle posizioni di bilancio devono essere migliorate per poter consentire un'analisi dei rischi più che rudimentale (Capitolo VI). Si consideri l'accumulo di attività nelle economie dell'Asia orientale (grafico III.7). Tra il 2002 e il 2009 questi paesi hanno accumulato nell'insieme avanzi di parte corrente per \$3,5 trilioni (diagramma di sinistra). Nello stesso periodo essi hanno registrato deflussi finanziari lordi per oltre \$7 trilioni, mentre l'effetto delle plusvalenze di capitale e di altre rettifiche di valutazione ha determinato un aumento ancor maggiore (pari a quasi \$9 trilioni) del valore delle posizioni attive (diagramma di destra).

Servono infine statistiche migliori per comprendere appieno i rischi

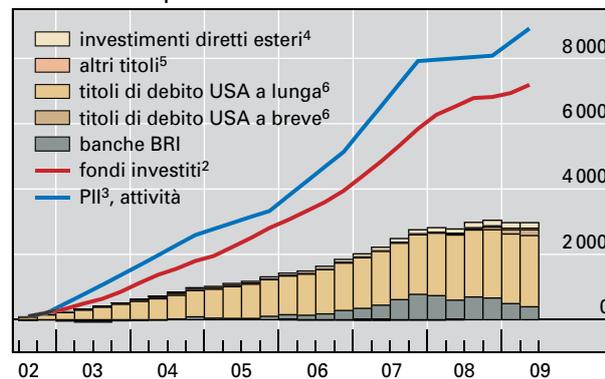
## Flussi lordi in provenienza dalle economie dell'Est asiatico<sup>1</sup>

Flussi cumulati dalla fine del 2° trimestre 2002, in miliardi di dollari USA

Dati di bilancia dei pagamenti



Dati di controparte



Cfr. "Il mercato bancario internazionale", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2005, pagg. 17-33 e giugno 2006, pagg. 13-28.

<sup>1</sup> Cina, Corea, Filippine, Giappone, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. <sup>2</sup> Definiti come somma delle variazioni di riserve, investimenti diretti esteri (IDE), investimenti di portafoglio lordi e altri deflussi per investimenti.

<sup>3</sup> Variazione cumulata della posizione di investimento internazionale (PII). <sup>4</sup> Flussi cumulati per IDE verso Germania e Stati Uniti.

<sup>5</sup> Investimenti cumulati di portafoglio in Germania. <sup>6</sup> Dati US Treasury International Capital.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; FMI, *World Economic Outlook*, ottobre 2010; Tesoro USA; Datastream; BRI. Grafico III.7

Di questi \$9 trilioni, tuttavia, solo circa \$3 sono rintracciabili nei dati di controparte attualmente disponibili. Occorre colmare queste e altre lacune statistiche per consentire una migliore valutazione dei rischi potenzialmente derivanti dai bilanci interconnessi a livello mondiale.

### Sintesi

La globalizzazione ha migliorato notevolmente il tenore di vita nelle economie sia avanzate sia emergenti. Gli accresciuti flussi transfrontalieri di beni e servizi hanno consentito una più ampia scelta ai consumatori e una maggiore specializzazione basata sul vantaggio comparato ai produttori. La globalizzazione finanziaria ha concorso a una più efficiente allocazione del capitale tra i diversi paesi e permesso la diversificazione internazionale dei portafogli di investimento. Tali benefici sono tuttavia accompagnati da rischi.

La gestione dei rischi posti dagli squilibri di parte corrente richiede un aggiustamento strutturale inteso a riequilibrare la domanda nel lungo periodo. A breve termine, un'azione coordinata su scala internazionale volta ad accrescere la flessibilità dei tassi di cambio potrebbe accelerare la correzione in atto.

Per gestire in modo efficace i rischi derivanti dagli squilibri finanziari dovuti ai flussi lordi servono politiche macroeconomiche sane, sostenute da misure finalizzate al rafforzamento degli assetti prudenziali e dell'infrastruttura finanziaria. I controlli sui movimenti di capitali andrebbero utilizzati solo come rimedio temporaneo di ultima istanza.

Una politica che influisce su un tipo di squilibrio tende a operare nello stesso senso anche sull'altro. Ad esempio, un inasprimento monetario nei paesi deficitari può attenuare entrambi, riducendo a un tempo l'eccesso di

domanda interna e gli incentivi all'assunzione di rischio nel settore finanziario. Per contro, un orientamento monetario eccessivamente accomodante (tassi di interesse troppo bassi per troppo tempo) può acuire ambedue gli squilibri. Inoltre, le misure regolamentari e macroprudenziali possono sia limitare l'entità degli squilibri finanziari sia aiutare il sistema finanziario ad assorbire in modo efficiente gli afflussi collegati agli squilibri di parte corrente. Analogamente, un inasprimento fiscale nelle economie avanzate con deficit correnti insostenibili contribuisce a ridurre sia questi ultimi sia i rischi finanziari connessi alla sostenibilità del debito. Infine, una maggiore flessibilità del cambio nominale non solo agevola la correzione del cambio reale, necessaria a ridurre gli squilibri correnti, ma attenua anche le spinte inflazionistiche nelle economie emergenti in avanzo, condizione fondamentale per gestire i rischi connessi agli squilibri finanziari.

L'adozione di provvedimenti di questo tipo per affrontare in modo adeguato le vulnerabilità create dalla globalizzazione è indispensabile affinché quest'ultima continui a migliorare il benessere economico e il tenore di vita in tutto il mondo.