

III. Dalla sfera finanziaria alla sfera reale

Il crollo dei corsi petroliferi e l'impennata del dollaro USA hanno avuto un ruolo di primo piano per l'attività mondiale nell'anno in rassegna. Questi due importanti cambiamenti, intervenuti in mercati chiave, hanno colto le economie a stadi diversi dei rispettivi cicli economici e finanziari.

Il calo dei costi dell'energia ha favorito il proseguimento della fase ascendente della congiuntura nelle economie avanzate. La variazione dei tassi di cambio ha frenato l'espansione negli Stati Uniti, favorendo invece il ritorno alla crescita nell'area dell'euro. Nelle economie più colpite dalla crisi le condizioni finanziarie si sono allentate ulteriormente, ma il retaggio del boom finanziario precedente ha continuato a gettare un'ombra lunga. L'allocazione distorta delle risorse connessa alla rapida dinamica pregressa del credito ha continuato a rallentare la produttività. Gli alti livelli del debito pubblico ereditati dal passato hanno limitato il margine di manovra fiscale dei governi, e l'invecchiamento della popolazione rende ancora più complicate le correzioni necessarie ad assicurare la sostenibilità delle posizioni di bilancio.

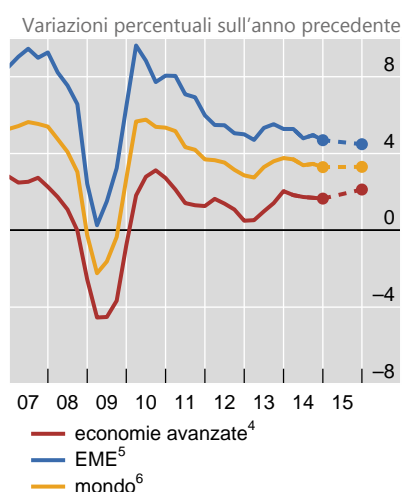
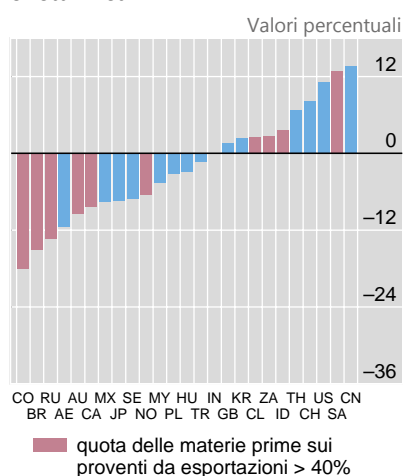
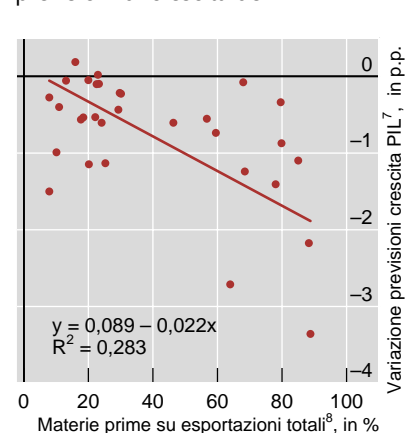
Sotto vari aspetti le condizioni sono apparse assai diverse in molte economie emergenti (EME) meno colpite dalla crisi. Il calo dei proventi delle esportazioni di materie prime e l'aumento dei costi del servizio del debito denominato in dollari hanno coinciso con un indebolimento della crescita e con picchi dei cicli finanziari interni. In passato il rallentamento dell'attività combinato con la maturazione dei boom creditizi nelle EME si traduceva spesso in situazioni di grave stress finanziario, specie quando le condizioni di finanziamento a livello mondiale erano tese. Grazie a una migliore gestione macroeconomica e a strutture finanziarie più robuste, compresi un allungamento delle scadenze del debito e un calo dell'esposizione al rischio valutario, la capacità di tenuta di queste economie è cresciuta. Tuttavia, le consistenze complessivamente maggiori di debito del settore privato (alimentate sia dal credito bancario interno sia dai finanziamenti esteri veicolati dai mercati dei capitali) potrebbero controbilanciare l'effetto positivo della struttura più solida del debito.

Questo capitolo si apre con un esame dei cambiamenti intervenuti nei profili di crescita durante l'anno trascorso. Passa poi ad analizzare l'impatto durevole dei precedenti boom finanziari sul ritmo di espansione nelle economie avanzate e si conclude con un'analisi delle vulnerabilità finanziarie nelle EME alla luce dei boom finanziari recenti e del rallentamento dell'attività.

I cambiamenti nei profili di crescita

Nell'anno trascorso il tasso di espansione dell'economia mondiale è stato vicino al suo livello medio di lungo periodo. Il PIL globale è salito del 3,4% nel 2014 (tabella A1 dell'Allegato statistico), sostanzialmente in linea con la media dal 1980. Tale dato cela tuttavia cambiamenti significativi nelle dinamiche di crescita tra i vari paesi.

Le economie avanzate hanno continuato a recuperare terreno (grafico III.1, diagramma di sinistra). Parallelamente al proseguimento dell'espansione negli Stati

Crescita del prodotto mondiale¹Variazione dei tassi di cambio effettivi reali²Materie prime e revisioni delle previsioni di crescita del PIL³

AE = area dell'euro; AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CL = Cile; CN = Cina; CO = Colombia; GB = Regno Unito; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IN = India; JP = Giappone; KR = Corea; MX = Messico; MY = Malaysia; NO = Norvegia; PL = Polonia; RU = Russia; SA = Arabia Saudita; SE = Svezia; TH = Thailandia; TR = Turchia; US = Stati Uniti; ZA = Sudafrica.

¹ Medie ponderate in base al PIL e alle PPA; le previsioni sono indicate dai punti. ² Fra luglio 2014 e aprile 2015; un valore positivo indica un apprezzamento. ³ Paesi elencati nelle note 4 e 5 escluse India, Italia, Russia e Ungheria. ⁴ Area dell'euro, Australia, Canada, Danimarca, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. ⁵ Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. ⁶ Paesi elencati nelle note 4 e 5. ⁷ Variazione nella previsione di crescita del PIL per il 2015 fra luglio 2014 e maggio 2015. ⁸ Quota media delle materie prime sui proventi da esportazioni fra il 2004 e il 2013.

Fonti: database Comtrade delle Nazioni Unite; Consensus Economics; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Uniti e nel Regno Unito, si sono osservati un ritorno a una crescita modesta nell'area dell'euro e una ripresa graduale in Giappone. Negli Stati Uniti il prodotto è aumentato del 2,4% nel 2014, sorretto dal rapido calo della disoccupazione, ma è successivamente diminuito nel primo trimestre 2015, in parte per l'indebolimento delle esportazioni. Nell'area dell'euro il tasso di incremento del PIL è stato pari allo 0,9% nel 2014 e gli analisti si attendono che la ripresa acquisti vigore nel 2015. Spagna e Portogallo sono tornate a crescere e l'Italia dovrebbe recuperare nell'anno in corso. In Giappone i consumi hanno subito un calo pronunciato dopo l'aumento dell'imposta sul valore aggiunto nell'aprile 2014. Le altre economie avanzate sono cresciute in media del 2,4%, ma questo dato cela differenziali crescenti tra paesi.

Nelle EME l'attività ha perso ulteriore slancio. La crescita è diminuita di circa 0,3 punti percentuali nel 2014, al 4,9%, una tendenza che è proseguita nel 2015. Ancora una volta, tuttavia, questo dato complessivo nasconde disparità considerevoli tra le singole economie. In Cina la domanda privata ha rallentato ulteriormente, in parte per l'indebolimento del settore immobiliare. Tale andamento contrasta con l'accelerazione dell'attività in Corea e India. Gran parte delle altre EME asiatiche ha subito una decelerazione nel 2014, ma dovrebbe recuperare nel 2015. L'economia brasiliana si è contratta nella seconda metà del 2014, mentre la maggioranza degli altri paesi latinoamericani ha registrato una performance migliore. Nell'Europa centrale e orientale il tasso di incremento del prodotto è salito di 2 punti percentuali, al 3,1%.

Il crollo dei corsi petroliferi e l'apprezzamento del dollaro USA hanno influenzato le dinamiche di crescita in tutto il mondo a partire dalla metà del 2014.

A fine maggio 2015 le quotazioni in dollari del greggio erano inferiori del 40% rispetto a un anno prima (Capitolo II). Tra luglio 2014 e aprile 2015 il tasso di cambio reale del dollaro ponderato per il commercio si è apprezzato di circa il 10%, mentre l'euro ha subito un deprezzamento di entità analoga e lo yen giapponese ha perso il 7,5% (grafico III.1, diagramma centrale).

L'impatto macroeconomico di queste ampie oscillazioni di prezzo non si è ancora manifestato interamente. Il calo dei corsi petroliferi dovuto all'aumento dell'offerta dovrebbe stimolare l'attività economica attraverso una riduzione dei costi degli input e un aumento dei redditi reali. Di fatto i ribassi del petrolio hanno determinato un miglioramento del clima di fiducia dei consumatori nelle principali economie avanzate e hanno contribuito alla recente espansione dei consumi nell'area dell'euro. Per contro, le variazioni dei tassi di cambio hanno un effetto principalmente redistributivo sulla crescita. Il ritmo di incremento delle esportazioni statunitensi sul periodo corrispondente è sceso dal 4% nel secondo trimestre 2014 al 3% nel primo trimestre 2015 a fronte del rafforzamento del dollaro.

Molte EME hanno già avvertito effetti più pronunciati. L'attività economica nei paesi produttori di materie prime si è indebolita. Tra luglio 2014 e maggio 2015 le revisioni al ribasso delle previsioni di crescita per il 2015 sono state maggiori nelle economie più dipendenti dalle esportazioni di prodotti di base (grafico III.1, diagramma di destra). La flessione dei prezzi delle materie prime ha fatto diminuire gli investimenti, specie nel settore petrolifero e del gas naturale. Inoltre, i paesi esportatori di prodotti di base hanno visto ridursi il gettito fiscale.

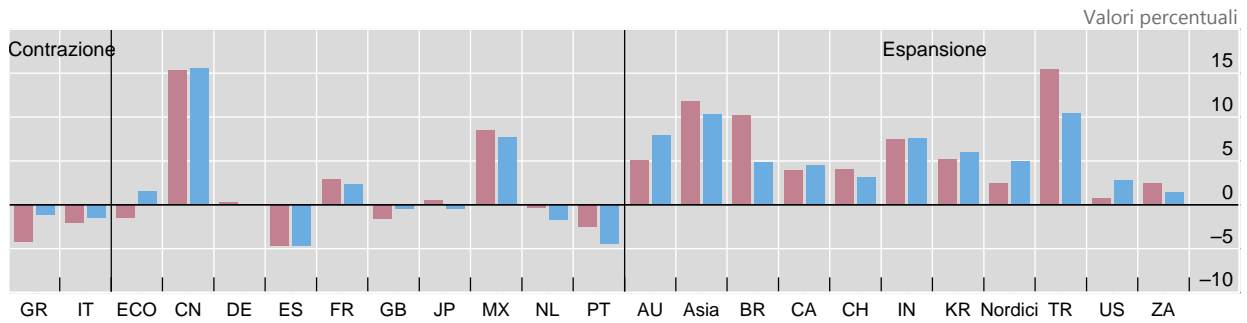
Le economie esportatrici di materie prime hanno per giunta registrato deprezzamenti del tasso di cambio reale tra i più consistenti. Ciò sostiene le esportazioni, e potrebbe in ultima istanza favorire gli investimenti nei settori orientati all'esportazione nonché contribuire al riequilibrio dell'attività. Anche le valute di gran parte dei paesi importatori di materie prime si sono deprezzate rispetto al dollaro USA, sebbene non necessariamente in termini di tassi di cambio ponderati per il commercio. Di fatto alcune economie, in particolare nell'Asia emergente, hanno registrato un apprezzamento del tasso di cambio reale, che ha depresso le esportazioni nette.

Il generale rafforzamento del dollaro USA ha anche provocato un aumento dei costi per il servizio del debito denominato in tale valuta. I finanziamenti in dollari al di fuori degli Stati Uniti sono cresciuti sensibilmente negli ultimi anni, portandosi a \$9 500 miliardi a fine 2014 (Capitolo V). Benché oltre la metà di tale importo sia riconducibile a prenditori delle economie avanzate, i residenti nelle EME hanno mutuato più di \$3 000 miliardi. L'importanza dei disallineamenti valutari nelle EME è esaminata in maggiore dettaglio nell'ultima sezione di questo capitolo.

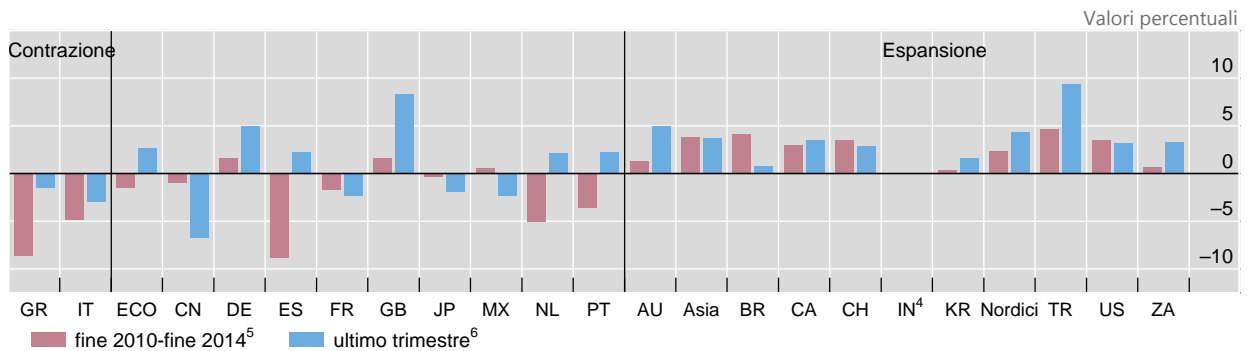
La variazione nei profili di crescita ha colto le economie in fasi diverse del ciclo finanziario¹. In molti dei paesi che avevano subito una contrazione dovuta a fattori interni il ciclo finanziario si trova di nuovo in una fase ascendente. Gli Stati Uniti

¹ Sebbene non esista una definizione comunemente accettata di ciclo finanziario, quest'ultimo è di norma misurato dal comovimento di un ampio insieme di variabili finanziarie. La rappresentazione più parsimoniosa è in termini di prezzi degli immobili e del credito, ma ulteriori informazioni possono essere ricavate da altre misure dell'assunzione di rischio. Le interazioni fra queste variabili possono avere conseguenze importanti a livello macroeconomico. Ad esempio, come confermato in molti paesi dalla Grande Crisi Finanziaria, il raggiungimento del punto di massimo del ciclo finanziario è spesso seguito da crisi bancarie o da periodi di considerevoli tensioni finanziarie. Per un ulteriore approfondimento, cfr. BRI, 84^a Relazione annuale, Capitolo IV.

Crescita del credito in termini reali²



Crescita dei prezzi degli immobili residenziali in termini reali³



Asia = media semplice di Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia; AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CN = Cina; DE = Germania; ECO (Europa centrale e orientale) = media semplice di Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia e Ungheria; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; GR = Grecia; IN = India; IT = Italia; JP = Giappone; KR = Corea; MX = Messico; NL = Paesi Bassi; Nordici = media semplice di Finlandia, Norvegia e Svezia; PT = Portogallo; RU = Russia; TR = Turchia; US = Stati Uniti; ZA = Sudafrica.

¹ Viene individuata un'espansione (contrazione) se entrambi gli indicatori (crescita del credito in termini reali e crescita dei prezzi degli immobili residenziali in termini reali) per un determinato paese si collocano su valori chiaramente positivi (negativi) su entrambi gli orizzonti. ² Credito totale al settore privato non finanziario deflazionato per il deflatore del PIL (per la Svezia, deflazionato in base ai prezzi al consumo). ³ Deflazionata utilizzando gli indici dei prezzi al consumo. ⁴ Dati non disponibili. ⁵ Tassi di crescita medi in ragione d'anno. ⁶ Variazioni sull'anno precedente, in percentuale.

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

hanno mostrato una ripresa sia del credito sia dei prezzi degli immobili (grafico III.2). Nel Regno Unito i prestiti al settore privato hanno continuato a diminuire, ma le quotazioni immobiliari hanno registrato una robusta ascesa. Il credito è diminuito ancora in Grecia, Italia e Spagna, anche se la tendenza calante dei prezzi degli immobili si è moderata o, nel caso della Spagna, invertita.

Le condizioni finanziarie e monetarie mondiali insolitamente accomodanti hanno alimentato boom finanziari in molte EME ed economie avanzate minori che erano uscite relativamente indenni dalla Grande Crisi Finanziaria (Capitolo V). In alcuni casi tali boom sembrerebbero approssimarsi al loro punto di massimo. La crescita del credito in termini reali si è indebolita in numerose EME (tra cui molte economie emergenti dell'Asia, oltre al Brasile e alla Turchia). In aggiunta, i prezzi degli immobili segnalano una svolta del ciclo finanziario in diverse economie. Ciò è particolarmente evidente in Cina, dove i prezzi delle abitazioni sono diminuiti di quasi il 7% in termini reali nell'anno trascorso (grafico III.2, diagramma inferiore). I prezzi delle abitazioni sono scesi anche in Messico e hanno rallentato notevolmente in Brasile, segnalando la maturazione dei boom finanziari. Per contro, il calo dei prezzi delle materie prime non ha ancora influito sui boom finanziari di Australia,

Canada e Norvegia, dove si è registrato un forte aumento del credito e delle quotazioni immobiliari negli ultimi quattro trimestri.

L'attuale configurazione dei cicli economici e finanziari pone diverse sfide per le economie avanzate e per numerose EME. Con riferimento alle prime, e in particolare ai paesi al centro della crisi, il problema è come assicurare una crescita robusta nel lungo periodo senza innescare un nuovo ciclo di boom e bust del credito. Per quanto riguarda le seconde, è fondamentale trovare il modo di garantire la stabilità finanziaria ed economica in presenza di un indebolimento della crescita e di boom finanziari prossimi alla svolta.

La crescita e il ciclo finanziario nelle economie avanzate

L'interazione fra il ciclo finanziario da un lato e la produzione e la domanda aggregata dall'altro spiega in parte la modesta ripresa osservata in molte economie avanzate negli ultimi anni (cfr. anche l'*84^a Relazione annuale*).

I cicli finanziari influiscono direttamente sulla spesa incidendo sull'onere per il servizio del debito e sulla leva finanziaria (riquadro III.A). Nelle fasi di boom finanziario, gli aumenti dei prezzi delle attività fanno salire il valore delle garanzie reali e facilitano quindi l'indebitamento. Al tempo stesso un debito più elevato comporta un maggiore onere per il suo servizio, specie se aumentano i tassi di interesse, e questo limita la spesa. Finché i prezzi delle attività continuano a salire, la spesa finanziata con il ricorso all'indebitamento può compensare questo effetto. Quando però il boom finanziario perde slancio, il calo dei prezzi delle attività fa aumentare il grado di leva finanziaria e rende di conseguenza più difficile il reperimento di fondi per le famiglie e le imprese, rafforzando l'effetto di freno esercitato dal maggiore onere per il servizio del debito. Dopo un bust finanziario, occorre tempo prima che la spesa si normalizzi. Anche se i tassi di interesse scendono rapidamente, come avvenuto nel 2008-09, il debito elevato mantiene alto l'onere per il suo servizio. Inoltre, prezzi depressi delle attività finanziarie generano vincoli creditizi che si allentano solo gradualmente. Di fatto, l'interazione fra la leva finanziaria e gli oneri per il servizio del debito spiega piuttosto bene l'evoluzione della spesa statunitense all'indomani della Grande Crisi Finanziaria.

Nella fase attuale del ciclo finanziario i vincoli di finanziamento sembrano influire in misura complessivamente ridotta sugli investimenti delle imprese. Studi recenti condotti dalla BRI indicano piuttosto che gli andamenti nei vari paesi riflettono in larga parte l'elevata incertezza riguardo all'evoluzione futura dell'economia². L'intensa attività di fusione e acquisizione finanziata con il ricorso al debito e, negli Stati Uniti, gli alti livelli di riacquisto di azioni proprie sono inoltre il segnale di condizioni finanziarie accomodanti per il settore societario³. Ciò detto, per le imprese in alcuni paesi – e in particolare per quelle più piccole nell'area

² Cfr. R. Banerjee, J. Kearns e M. Lombardi, "(Perché) gli investimenti sono deboli?", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese).

³ Cfr. A. van Rixtel e A. Villegas, "Emissioni azionarie e acquisti di azioni proprie", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese).

dell'euro – l'accesso al credito bancario resta più difficile di quanto non fosse prima della crisi, e ciò nonostante che i vincoli si siano allentati nel periodo in esame⁴.

L'allocazione distorta delle risorse dovuta ai boom creditizi soffoca la produttività

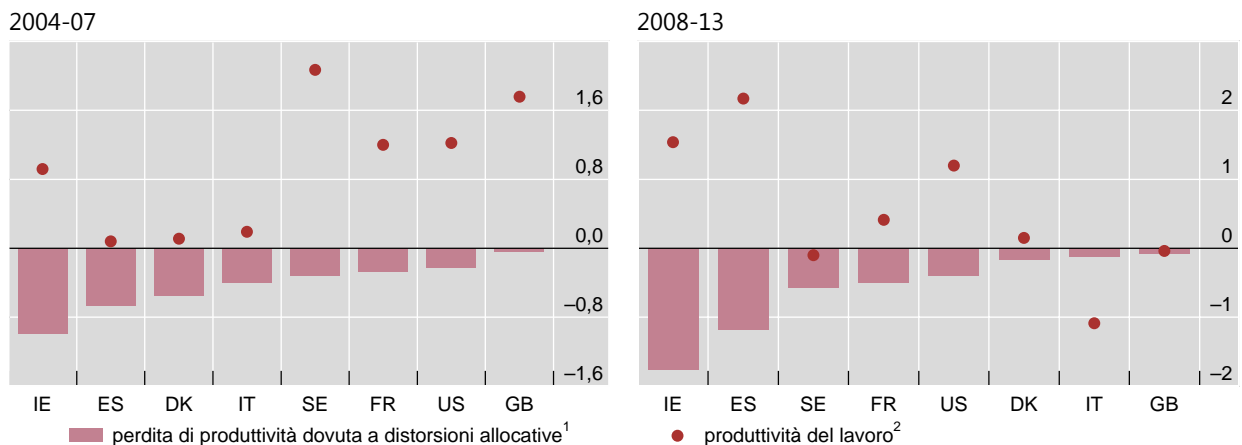
A un livello più profondo, i boom finanziari pregressi possono continuare a pesare sulle prospettive di crescita a lungo termine attraverso l'impatto negativo esercitato sugli aumenti di produttività. I boom finanziari si accompagnano in generale a distorsioni allocative di rilievo (riquadro III.B). In particolare, il lavoro si sposta verso i settori in forte espansione con guadagni futuri di produttività relativamente contenuti. Stime preliminari indicano che le distorsioni allocative durante il boom creditizio tra il 2004 e il 2007 hanno ridotto la crescita della produttività del lavoro sul periodo corrispondente di circa 0,2 punti percentuali negli Stati Uniti, 0,4 in Italia, 0,7 in Spagna e 1 in Irlanda rispetto a uno scenario controfattuale di incremento del rapporto credito/PIL pari alla media specifica di ciascun paese nel periodo 1994-2004 (grafico III.3, diagramma di sinistra).

L'impatto di queste distorsioni è divenuto ancora maggiore negli anni successivi, quando alla fase di forte espansione è seguita una brusca contrazione. Stime analoghe mostrano che la crescita della produttività nel periodo 2008-13 sarebbe stata superiore di circa 1,8 punti percentuali in Irlanda, 1,2 in Spagna, 0,5 in Francia e 0,4 negli Stati Uniti se il rapporto credito/PIL prima della crisi fosse cresciuto allo stesso ritmo del periodo 1994-2004 (grafico III.3, diagramma di destra). Pertanto, le conseguenze dei boom creditizi potrebbero avere di fatto

L'allocazione distorta delle risorse causata dai boom del credito frena la crescita della produttività

Tassi di crescita medi in ragione d'anno

Grafico III.3



DK = Danimarca; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IE = Irlanda; IT = Italia; SE = Svezia; US = Stati Uniti

¹ Perdita in termini di crescita annua della produttività del lavoro rispetto all'ipotesi controfattuale di una crescita del credito nel 2004-07 pari alla media nazionale per il 1994-2004; in punti percentuali. ² In percentuale.

Fonti: UE, KLEMS; OCSE, STAN; database GGDC 10-sector; elaborazioni BRI.

⁴ Cfr. BCE, *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area, October 2014 to March 2015*, giugno 2015.

esacerbato il rallentamento tendenziale della produttività nelle economie avanzate (cfr. l'84^a Relazione annuale). Per analogia, l'indebolimento della produttività osservato negli ultimi anni non è necessariamente permanente⁵.

L'elevato debito pubblico riduce la crescita, e l'invecchiamento demografico peggiora il quadro

Un ulteriore freno alla crescita a lungo termine in gran parte delle economie avanzate proviene dal debito pubblico che, già generalmente ampio nel periodo pre-crisi, è lievitato a partire dal 2007⁶. Il rapporto medio fra il debito pubblico lordo e il PIL dovrebbe raggiungere il 120% nelle economie avanzate a fine 2015, un livello ben superiore alla media del 75% osservata prima della crisi (tabella A3 dell'Allegato statistico). In alcuni paesi gli indici di indebitamento sono molto superiori, come in Giappone (234%), Grecia (180%) e Italia (149%). I paesi si sono per la maggior parte adoperati al fine di rafforzare le posizioni di bilancio, con un miglioramento dei saldi fiscali previsto pari a circa l'1,6% del PIL nel 2015 rispetto al periodo 2012-14, ma questo non le ha ancora collocate su una traiettoria sostenibile nel lungo periodo.

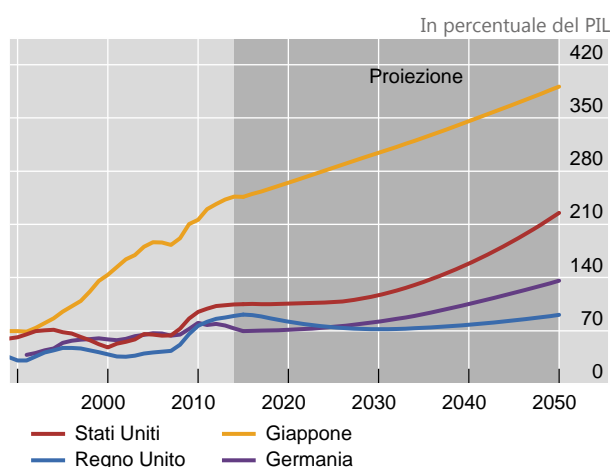
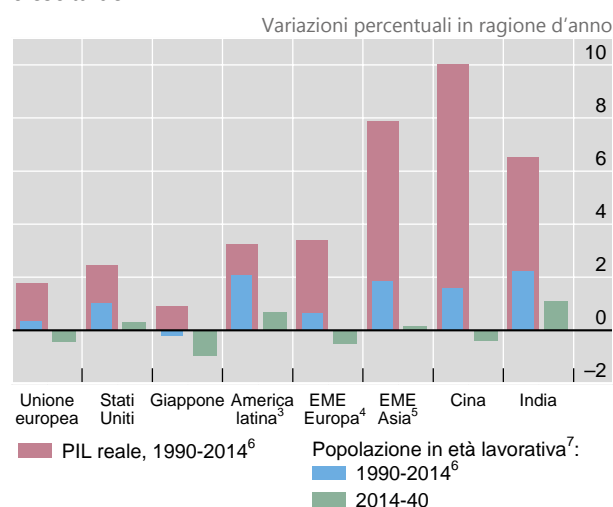
Considerato il forte aumento del debito pubblico, aggravato dalle pressioni demografiche, i governi dispongono al momento di scarso margine di manovra fiscale. A titolo esemplificativo, il grafico III.4 (diagramma di sinistra) presenta delle simulazioni del rapporto debito/PIL che estrapolano la spesa legata all'invecchiamento della popolazione applicando il livello attuale delle prestazioni alle proiezioni demografiche⁷. Tale spesa è destinata a collocare il debito su una traiettoria ascendente. Le simulazioni mostrano che, sulla base dei piani attuali, il debito in un primo momento diminuirà in Germania e nel Regno Unito e si stabilizzerà negli Stati Uniti, ma la spesa connessa all'evoluzione demografica finirà per provocare un'inversione di tendenza, anche se i tassi di interesse effettivi si mantenessero agli attuali livelli straordinariamente bassi. In Giappone il rapporto debito/PIL continuerà ad aumentare, nonostante il modesto incremento atteso della spesa connessa all'andamento demografico. L'onere atteso per il servizio del debito può agire come una tassa sugli investimenti del settore privato e sul lavoro, portando a un calo degli investimenti, della crescita e – a parità di aliquota – del gettito fiscale.

L'invecchiamento della popolazione non è però un problema che riguarda soltanto le economie avanzate. Esso peserà sulla crescita e sulle finanze pubbliche di un numero sempre maggiore di EME. Tra il 1990 e il 2014 il rapido incremento della popolazione in età lavorativa ha contribuito per circa un terzo all'espansione del PIL negli Stati Uniti e nell'Unione europea e per una quota significativamente maggiore in America latina (grafico III.4, diagramma di destra). specularmente, il

⁵ Per un'analisi delle possibili spiegazioni della debole crescita nelle economie avanzate negli ultimi anni, cfr. C. Teulings e R. Baldwin (a cura di), *Secular stagnation: facts, causes, and cures*, e-book di VoxEU.org, CEPR Press, 2014, e i riferimenti bibliografici contenuti al suo interno.

⁶ Cfr. S. Cecchetti, M. Mohanty e F. Zampolli, "The real effects of debt", in Federal Reserve Board di Kansas City, *Economic Symposium 2011: achieving maximum long-run growth*, 2011, pagg. 145-196.

⁷ In base alle previsioni attuali per il debito nel 2015 e nell'ipotesi che il saldo primario si evolva in linea con le proiezioni più recenti delle autorità nazionali fino all'ultimo anno per il quale sono disponibili. Per gli anni successivi, si ipotizza che il saldo primario al netto della spesa connessa all'evoluzione demografica rimanga costante in percentuale del PIL.

Proiezioni sul debito delle amministrazioni pubbliche¹Contributo della popolazione in età lavorativa alla crescita del PIL²

¹ Valori nominali del debito; incorporano le proiezioni relative all'aumento della spesa collegata all'età. Si ipotizza che tra il 2016 e il 2050 i tassi di interesse effettivi sui costi di indebitamento medi rimangano al livello delle proiezioni per il 2015. ² Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2014. ³ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù. ⁴ EME Europa: Bosnia-Erzegovina, Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Macedonia (FYR), Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Serbia, Slovacchia, Slovenia, Turchia, Ucraina e Ungheria. ⁵ EME Asia: Bangladesh, Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Myanmar, Pakistan, Singapore, Thailandia e Vietnam. ⁶ Per le EME europee, 1995-2014 (per la Serbia, 1997-2014). ⁷ Di età compresa fra i 20 e i 64 anni.

Fonti: Commissione europea; Congressional Budget Office statunitense; FMI; OCSE; Office for Budget Responsibility britannico; Ufficio del Gabinetto giapponese; elaborazioni BRI.

suo previsto calo nel periodo 2014-40 farà scendere il tasso di incremento del PIL di circa 1 punto percentuale l'anno in Giappone e di circa 0,5 punti percentuali nell'Unione europea, nei paesi emergenti dell'Europa e in Cina.

Sorreggere la crescita economica in presenza di un invecchiamento della popolazione pone i responsabili delle politiche di fronte a importanti sfide. Il calo delle forze di lavoro connesso all'invecchiamento può essere contrastato mediante un'ampia gamma di misure. Il tasso di partecipazione al mercato del lavoro, specie nelle fasce di età più avanzata e tra le donne, può ancora aumentare. Visto che di norma le mansioni da svolgere richiedono oggi uno sforzo fisico minore, vi è spazio per un allungamento delle carriere. Inoltre, riforme strutturali che affrontino direttamente l'indebolimento della crescita tendenziale della produttività (da un alleggerimento della regolamentazione al miglioramento dell'istruzione) potrebbero accrescere la qualità – e quindi la produttività – delle forze di lavoro (cfr. l'83^a Relazione annuale, Capitolo III).

Quanto sono solide le EME?

A prima vista l'attuale contesto di boom creditizi, revisioni al ribasso della crescita e inasprimento delle condizioni di finanziamento in dollari appare simile a quello osservato in passato prima di gravi tensioni finanziarie nelle EME. Tuttavia una valutazione adeguata delle vulnerabilità potenziali dovrebbe prendere in considerazione anche gli importanti cambiamenti che sono intervenuti nelle EME negli anni recenti e che ne hanno rafforzato la capacità di tenuta.

Per quanto diverse, le passate crisi finanziarie nelle EME presentano alcuni elementi comuni⁸. In primo luogo, facevano seguito a periodi di ottimismo degli investitori, che si tramutavano in pessimismo quando la variazione delle condizioni esterne metteva in luce le debolezze dei modelli di crescita sottostanti. In secondo luogo, l'effetto congiunto di condizioni finanziarie espansive nelle economie avanzate e di insufficiente flessibilità dei cambi contribuiva a creare condizioni finanziarie e monetarie interne eccessivamente accomodanti e a determinare apprezzamenti del tasso di cambio reale. Ciò alimentava a sua volta boom dei prezzi delle attività e un'impennata del credito, per lo più a breve termine e in valuta estera. In terzo luogo, l'interazione fra l'andamento deludente della crescita e la fragilità della struttura del debito trasformava quello che avrebbe potuto essere un rallentamento ciclico in una crisi finanziaria, con elevati costi economici e sociali. I tassi di cambio erano oggetto di imponenti pressioni. Quando i paesi svalutavano la propria moneta, il considerevole debito in valuta estera amplificava l'onere per i mutuatari. Al tempo stesso le scadenze ravvicinate del debito costringevano le economie a procedere a correzioni ampie e immediate per onorare gli obblighi di servizio dello stesso. I dubbi circa la capacità del settore privato e pubblico di onorare i propri obblighi paralizzavano i mercati dei capitali e l'attività economica. Infine, le crisi producevano gravi effetti di contagio nelle altre EME.

Per confrontare la situazione attuale con quella esistente prima dei precedenti episodi di tensione vengono considerati nell'ordine gli andamenti dell'economia reale e più in particolare le vulnerabilità finanziarie.

Rischio di delusione

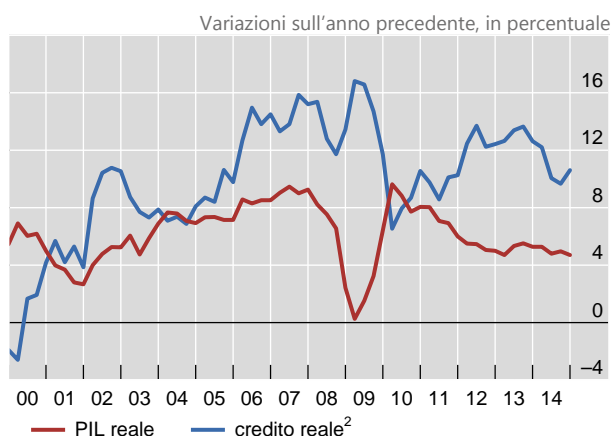
Le EME hanno attraversato uno dei periodi storicamente più lunghi di grande espansione. Dal 2002 il prodotto è salito in media di oltre il 6% l'anno (grafico III.5, diagramma di sinistra). L'aumento è stato prossimo al 10% per la Cina e pari a circa il 6% per l'Asia emergente esclusa la Cina e al 3,5% per l'America latina e l'Europa centrale e orientale. La Grande Recessione ha interrotto solo brevemente questa fase di forte crescita, con l'eccezione notevole di alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale. Il tasso di crescita del prodotto è sceso al 3% nel 2009, ma è risalito al 9% nel 2010. Da allora, tuttavia, ha evidenziato un calo graduale, seppure di entità assai diversa nei vari paesi.

Una lieve moderazione rispetto a questi tassi di crescita molto elevati è probabilmente inevitabile. Un rallentamento potrebbe tuttavia sollevare dubbi quanto al vigore economico di fondo delle EME per almeno tre motivi. In primo luogo, il livello elevato dei corsi delle materie prime o degli afflussi di capitali potrebbe aver dato origine a stime eccessivamente ottimistiche del prodotto potenziale. In secondo luogo, l'allocazione distorta delle risorse potenzialmente collegata ai boom finanziari potrebbe aver indebolito la produttività. In terzo luogo, il pesante onere per il servizio del debito conseguente ai boom creditizi può pesare sulla crescita nel medio periodo.

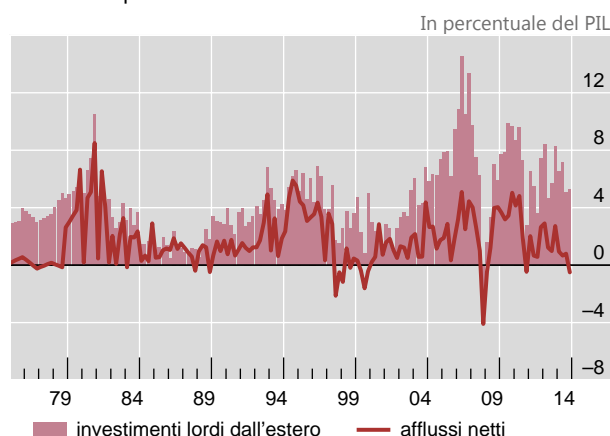
La crescita deludente dell'economia ebbe un ruolo fondamentale sia nella crisi debitoria latinoamericana del 1982 sia in quella finanziaria asiatica del 1997-98. Entrambe fecero seguito a un periodo di forte espansione arrestatosi prima di

⁸ Cfr. C. Borio e P. Lowe, "Come valutare il rischio di crisi bancarie", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2002, pagg. 47-59; P.-O. Gourinchas e M. Obstfeld, "Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First", *American Economic Journal: Macroeconomics*, gennaio 2012, pagg. 226-265.

PIL e crescita totale del credito



Flussi di capitali dall'estero



¹ Gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e alle PPA di: Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. ² Credito totale al settore privato non finanziario deflazionato per il deflatore del PIL.

Fonti: FMI, *Balance of Payments Statistics*, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; Datastream; Institute of International Finance; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

quanto molti si aspettassero. In Messico e Cile, oltre che in gran parte degli altri paesi dell'America latina, la crescita dipendeva in misura notevole dalla produzione di materie prime e perse slancio quando le ragioni di scambio di queste economie peggiorarono e i tassi di interesse aumentarono rapidamente nei primi anni ottanta. In Asia essa si basava in larga parte sulle esportazioni di manufatti e sul settore immobiliare. In una certa misura il boom si indebolì quando il deterioramento delle ragioni di scambio mise a nudo la bassa redditività di buona parte degli investimenti.

Allora, come oggi, la rapida crescita coincideva con boom finanziari alimentati da ampi afflussi di capitali e da un orientamento accomodante della politica monetaria a livello sia nazionale sia internazionale (cfr. anche il Capitolo V). Negli ultimi dieci anni si è assistito al maggiore afflusso lordo di capitali esteri (in percentuale del PIL dell'economia destinataria) da oltre un secolo, superiore a quello registrato prima della crisi del debito del 1982 o della crisi finanziaria asiatica (grafico III.5, diagramma di destra). I flussi in entrata hanno alimentato boom interni del credito e dei prezzi delle attività (grafico III.5, diagramma di sinistra). Dal 2004 il credito reale è aumentato di circa il 12% l'anno e i prezzi reali degli immobili sono saliti approssimativamente del 40% in media.

L'aumento dei prezzi delle materie prime e i boom finanziari interni hanno sicuramente stimolato la crescita del prodotto, ma non sarebbe saggio ritenere che questi effetti siano permanenti. Un aumento dei tassi di interesse nelle economie avanzate, e in particolare negli Stati Uniti, potrebbe far salire rapidamente i tassi interni nelle EME e inasprire le condizioni finanziarie a livello nazionale, ad esempio riducendo tra gli investitori l'incentivo alla ricerca di rendimento (cfr. il Capitolo V per un approfondimento delle ripercussioni internazionali delle politiche). Inoltre, il crollo dei corsi petroliferi ha mostrato come le condizioni nei mercati delle materie prime possano mutare rapidamente.

Le stime della differenza tra il prodotto effettivo e quello potenziale (output gap) corrette per l'effetto ciclico dell'aumento dei prezzi delle materie prime e dei flussi di capitali illustrano questo punto. Esse indicano che le misure tradizionali potrebbero aver sovrastimato il prodotto potenziale di circa il 2% in media in Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù dal 2010 (grafico III.6, diagramma di sinistra). Pertanto, un'inversione di questi fattori potrebbe di fatto tradursi in livelli di crescita deludenti.

I boom finanziari degli ultimi 10-15 anni potrebbero altresì pesare sulla crescita di medio periodo. Storicamente, i boom creditizi e l'apprezzamento del tasso di cambio reale nelle EME hanno coinciso con un trasferimento di risorse dai settori tradabile a quelli non tradabile. Ad esempio, durante il boom di fine anni settanta la crescita del comparto dei beni tradabile diversi dalle materie prime fu pari ad appena la metà di quella del PIL in Messico e Cile. Quando il boom delle materie prime si concluse, tale comparto aveva dimensioni ridotte e non era pertanto in grado di assorbire le risorse liberate dai settori economici in fase di contrazione. Distorsioni allocative di questo tipo possono indebolire sostanzialmente la crescita della produttività e richiedere correzioni dolorose.

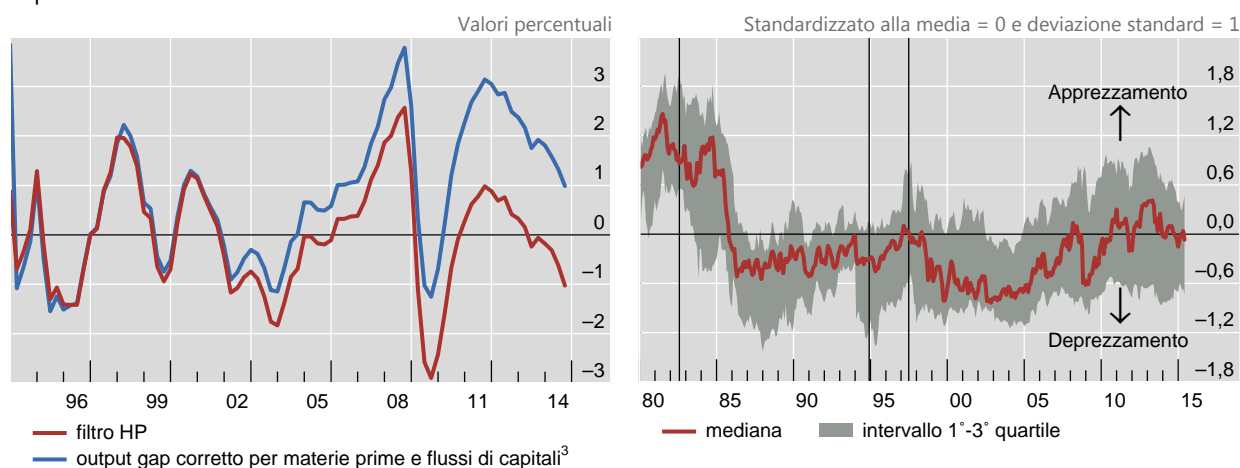
Anche i tassi di cambio reali ponderati per il commercio sono visibilmente cresciuti nella recente fase di boom, sebbene tale andamento celi differenze significative tra paesi (grafico III.6, diagramma di destra). Tra i primi del 2009 e la metà del 2013 il tasso di cambio effettivo reale mediano rispetto alle medie storiche è salito nelle EME al livello più alto da tre decenni. Da allora, tuttavia, è sceso su un

I prezzi delle materie prime e gli afflussi di capitali sovrastimano il prodotto potenziale e spingono verso l'alto i tassi di cambio

Grafico III.6

Output gap corretto per le materie prime e i flussi di capitali¹

Tasso di cambio effettivo reale²



Le linee nere verticali nel diagramma di destra indicano l'inizio di una crisi: agosto 1982 (moratoria sul debito messicano), dicembre 1994 (svalutazione messicana) e luglio 1997 (fluttuazione del baht thailandese).

¹ Gli aggregati corrispondono alla media di Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù, ponderata in base al PIL e alle PPA. Per il Perù, dati fino al 4° trimestre 2013. ² I paesi del campione sono: Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. ³ Calcolato in base alla metodologia di C. Borio, P. Disyatat e M. Juselius, "A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output", *BIS Working Papers*, n. 442, febbraio 2014. All'equazione dell'output gap dinamico sono stati aggiunti gli afflussi netti e i prezzi nazionali delle materie prime.

Fonti: FMI, *Balance of Payments Statistics*, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; database Comtrade delle Nazioni Unite; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

valore prossimo alla media di lungo periodo. Non è chiaro se questo indichi un'avvenuta correzione o preannunci ulteriori movimenti dei cambi.

Vulnerabilità finanziarie

Senza gli effetti di amplificazione operata dai canali finanziari, le debolezze di fondo delle EME in America latina nei primi anni ottanta o in Asia negli anni novanta non sarebbero sfociate in crisi gravi. L'elevato indebitamento e la fragilità delle strutture finanziarie rendevano queste economie vulnerabili agli shock sia esterni sia interni. Quando la crescita perse vigore e le condizioni finanziarie mondiali si inasprirono, divenne sempre più difficile rifinanziare il debito e spesso emersero vulnerabilità nei settori bancari nazionali.

La scadenza ravvicinata e la denominazione valutaria del debito ampliarono questi problemi. Quando i paesi finirono per svalutare le loro monete, l'impennata dell'onere per il servizio del debito calcolato nella valuta locale mise a dura prova la capacità del settore pubblico e/o privato di onorare gli impegni assunti. La necessità di rimborsare i finanziamenti esterni in valuta estera innescò crisi di bilancia dei pagamenti. Inoltre, l'inasprimento delle condizioni finanziarie esterne e il crollo del tasso di cambio generarono una stretta creditizia interna che colpì anche i settori che non presentavano disallineamenti valutari.

Oggi l'elevato livello del debito accresce la vulnerabilità delle EME. L'incidenza complessiva del debito delle amministrazioni pubbliche e del settore privato non finanziario sul PIL è aumentata di circa il 50% rispetto all'epoca della crisi finanziaria asiatica nel 1997 (grafico III.7, diagramma di sinistra). Il debito pubblico si aggira attorno al 45% del PIL dalla metà degli anni novanta, mentre quello del settore privato non finanziario è salito da circa il 60% ad approssimativamente il 120% del PIL tra il 1997 e il 2014. Il ruolo della provvista transfrontaliera delle banche nelle EME in questo boom è stato limitato, scendendo da circa il 9% del PIL prima della crisi finanziaria asiatica a circa il 5% nel 2014.

Gli indicatori di allerta precoce delle tensioni nel settore bancario segnalano l'esistenza di rischi derivanti dalla forte espansione dei prestiti (tabella A4 dell'Allegato statistico). Il gap del credito, vale a dire lo scostamento del credito al settore privato dal suo trend di lungo periodo, si colloca ben al di sopra del 10% in paesi tanto diversi come Brasile, Cina, Indonesia, Singapore e Thailandia. In passato, due terzi degli sforamenti di questa soglia sono stati seguiti da forti tensioni bancarie nei tre anni successivi⁹. Va detto che, nonostante la rapida crescita del credito, i bassi tassi di interesse hanno mantenuto gli indici di copertura del servizio del debito attorno al loro livello di lungo periodo in gran parte dei paesi, seppur con alcune eccezioni di rilievo. Le famiglie e le imprese in Brasile, Cina e Turchia hanno visto aumentare notevolmente la spesa per il servizio del debito. Tuttavia, più in generale, un aumento dei tassi di interesse farebbe salire gli indici del servizio del debito anche in altri paesi e specialmente in Asia.

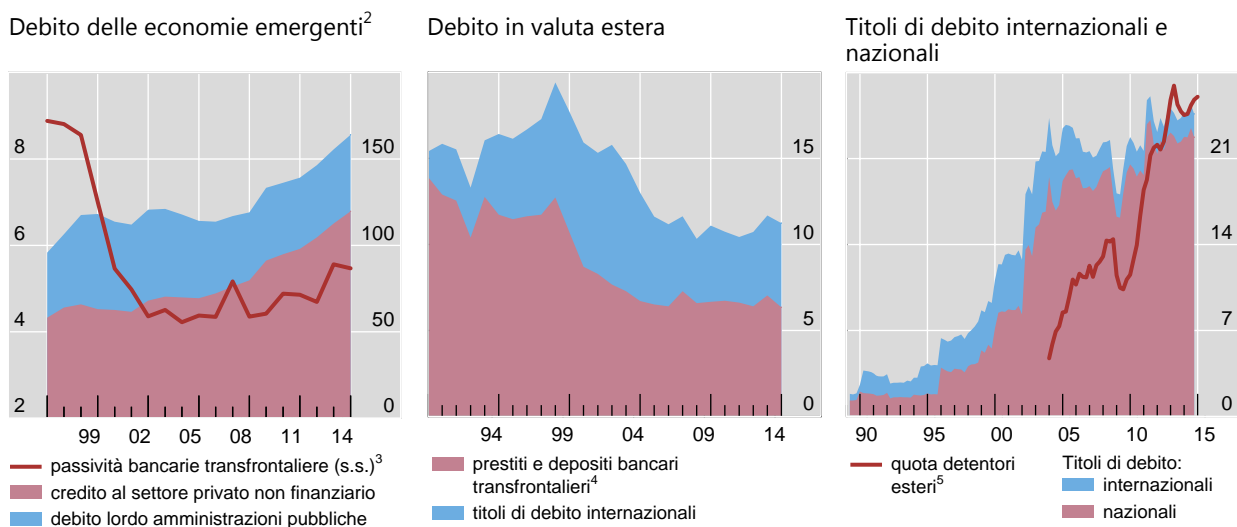
Per contro, i rischi derivanti dal debito denominato in valuta estera sembrano lievemente inferiori. In media, l'incidenza sul PIL dell'insieme dei titoli di debito internazionali e dei prestiti bancari transfrontalieri in valuta è diminuita rispetto al

⁹ Cfr. M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates", *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n. 4, dicembre 2011, pagg. 189-240.

Debito delle economie emergenti¹

Importi in essere in base alla residenza del debitore, in percentuale del PIL

Grafico III.7



¹ Gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e alle PPA di: Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. ² Paesi elencati nella nota 1 escluse Arabia Saudita, Turchia e Ungheria. ³ Prestiti e depositi bancari transfrontalieri, più titoli di debito internazionali emessi da banche. ⁴ Prestiti e depositi bancari transfrontalieri nei confronti dei settori bancario e non bancario, denominati in dollari USA, euro, franchi svizzeri, sterline e yen giapponesi. Prima del 4° trimestre 1995, attività bancarie transfrontaliere denominate nelle valute estere elencate. ⁵ Medie semplici della quota degli investitori esteri nel mercato del debito delle amministrazioni locali per i paesi elencati nella nota 1 esclusi Arabia Saudita, Argentina, Cile, Cina e Filippine.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; www.carmenreinhardt.com/data; Datastream; Institute of International Finance; statistiche nazionali; statistiche bancarie BRI su base locale per residenza e statistiche BRI sui titoli di debito per residenza; stime BRI.

1997 (grafico III.7, diagramma centrale). Il calo va ricondotto ai prestiti bancari transfrontalieri, la cui quota sul PIL è scesa da oltre il 10% a circa il 6% nel 2014. Se si esclude la Cina, il rapporto tra il debito in valuta e il PIL si colloca al momento attorno al 14%, contro quasi il 20% nel 1997.

Anche la struttura del debito pubblico è divenuta meno fragile. I governi ricorrono in misura sempre maggiore al collocamento di obbligazioni nei mercati locali (grafico III.7, diagramma di destra). Di conseguenza, fra il 1997 e il 2014 la quota dei titoli di debito internazionali è scesa da circa il 40% ad approssimativamente l'8% del totale.

Ciò detto, questo non rende le economie immuni dalle influenze esterne. Ad esempio, i tassi di interesse a lungo termine in moneta locale nelle EME presentano in genere uno stretto comovimento con quelli relativi alle principali valute di riserva (cfr. il riquadro V.C nel Capitolo V). La quota del debito pubblico interno detenuta da investitori esteri è di fatto salita da circa il 9% nel 2005 a oltre il 25% nella media delle EME ed è superiore al 35% in Messico, Indonesia, Polonia e Perù. Consistenti ricomposizioni di portafoglio potrebbero dare origine a forti oscillazioni dei prezzi delle attività.

Inoltre, nonostante la complessiva riduzione del debito in valuta estera delle EME, in alcuni paesi permangono rischi connessi ai disallineamenti valutari relativi soprattutto all'indebitamento delle imprese. Il debito in valuta sotto forma di obbligazioni e prestiti bancari transfrontalieri si colloca attorno al 30% del PIL in Ungheria, Cile e Turchia, dove è ascrivibile per un terzo-un quarto alle banche

(grafico III.8, diagramma di sinistra), ma risulta piuttosto elevato anche in Perù, Messico, Polonia, Repubblica Ceca e Corea. Non è chiaro in che misura ciò possa dar luogo a disallineamenti valutari, poiché i dati sulle coperture finanziarie sono frammentari. Buona parte dei titoli di debito in valuta delle società non finanziarie delle EME è emessa da imprese produttrici di beni tradable (grafico III.8, diagramma di destra), che potrebbero disporre di entrate in valuta con cui coprire in modo naturale gli obblighi in monete diverse da quella locale.

Tuttavia, le coperture naturali possono rivelarsi non particolarmente efficaci se i proventi delle esportazioni calano al rafforzarsi della valuta di denominazione (come avviene spesso nel caso delle materie prime) e anche le coperture finanziarie possono risultare vulnerabili in presenza di variazioni assai ampie dei tassi di cambio. Molte imprese delle EME hanno ad esempio subito pesanti perdite in valuta a seguito del fallimento di Lehman Brothers nel 2008, in parte a causa della popolarità di contratti che le avevano lasciate esposte ai rischi di ampi movimenti valutari¹⁰.

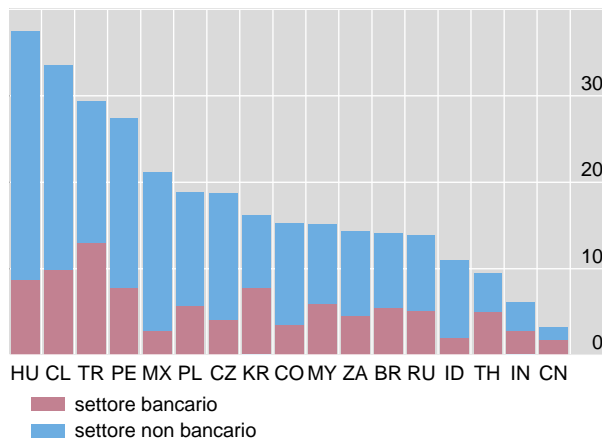
Infine, il passaggio dalle banche alle fonti di mercato nel finanziamento del settore privato ha conseguenze incerte. Le banche erogano ancora la maggior parte dei finanziamenti sull'interno, ma la loro quota sul totale del credito internazionale è diminuita sensibilmente dalla Grande Crisi Finanziaria (grafico III.9, diagramma di sinistra). Le consistenze di titoli di debito del settore privato delle EME sono per contro salite a oltre il 3% agli inizi del 2015 (grafico III.9, diagramma centrale), anche se questo dato cela grandi differenze tra paesi. In aggiunta, le società non

Debito in valuta estera

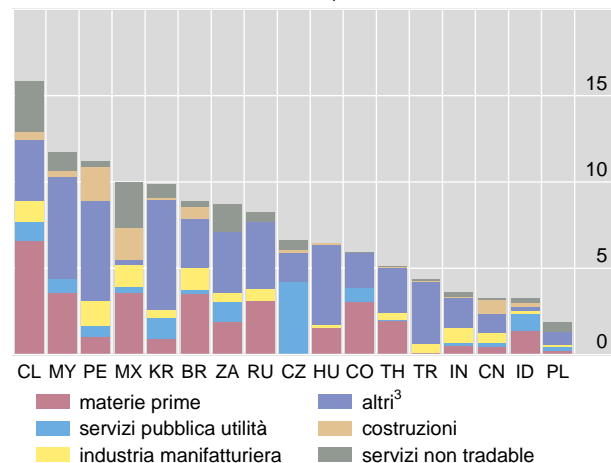
Importi in essere, in percentuale del PIL nominale

Grafico III.8

Settore bancario e settore non bancario a confronto¹



Titoli di debito in valuta estera, in base al settore²



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

¹ Prestiti e depositi bancari transfrontalieri (denominati in dollari USA, euro, franchi svizzeri, sterline e yen giapponese) in essere al 4° trimestre 2014 in base alla residenza del debitore, più titoli di debito in valuta estera in essere a fine marzo 2015 in base alla residenza dell'emittente. ² In base alla nazionalità dell'emittente, a fine marzo 2015. ³ Società finanziarie, assicurative, editoriali e società holding.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; Dealogic; statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità e per residenza; elaborazioni BRI.

¹⁰ Cfr. M. Chui, I. Fender e V. Sushko, "I bilanci delle imprese nelle EME: i rischi collegati alla leva finanziaria e ai disallineamenti valutari", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese).

Debito del settore privato nelle EME¹

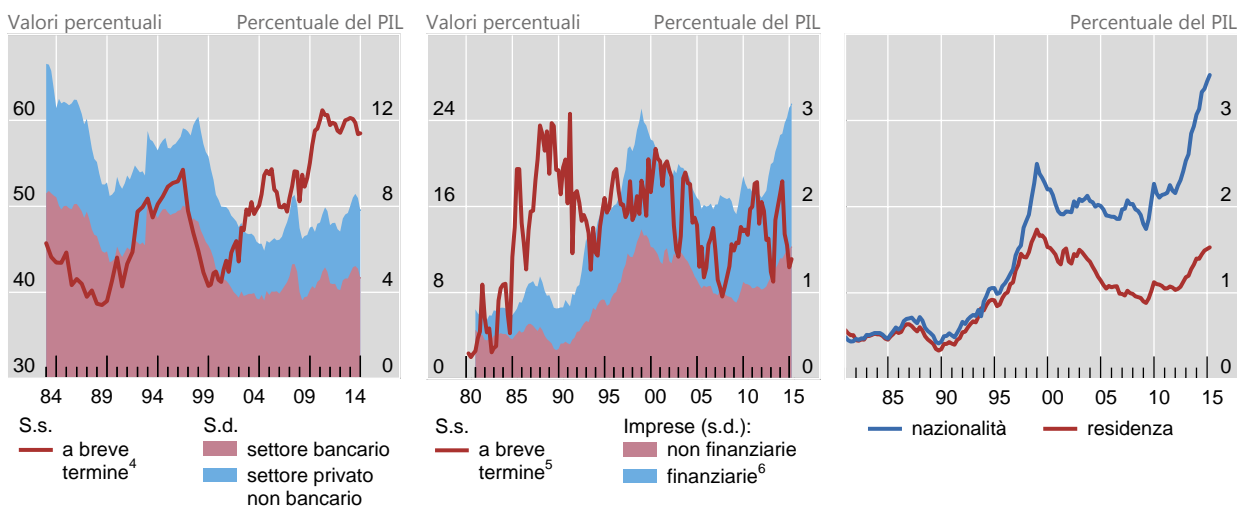
Consistenze in essere

Grafico III.9

Prestiti bancari transfrontalieri²

Titoli di debito internazionali³

Titoli di debito internazionali di imprese non finanziarie delle EME



¹ Gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e alle PPA di: Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. ² Prestiti e depositi bancari transfrontalieri in base alla residenza; prima del 4° trimestre 1995, attività bancarie transfrontaliere. ³ In base alla residenza. ⁴ Prestiti a breve termine (con vita residua fino a un anno) sul totale delle attività internazionali. ⁵ Titoli con vita residua fino a un anno in rapporto alla somma dei titoli di debito delle società finanziarie e non finanziarie (escluse le banche centrali). ⁶ Escluse le banche centrali.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; statistiche bancarie consolidate BRI, statistiche bancarie BRI su base locale per residenza e statistiche BRI sui titoli di debito internazionali; elaborazioni BRI.

finanziarie hanno emesso strumenti di debito in misura corrispondente al 2% del PIL attraverso le loro affiliate offshore (grafico III.9, diagramma di destra). Da un lato, questo fenomeno ha ridotto il rischio di mancato rinnovo. La quota di titoli di debito con vita residua inferiore a un anno è ora di circa il 10%, contro il 60% per i prestiti bancari transfrontalieri. L'incidenza del debito bancario a breve termine è particolarmente elevata in Cina. Dall'altro lato, il comportamento libero da vincoli degli investitori può amplificare le dinamiche dei prezzi nelle fasi di tensione (cfr. infra).

Linee di difesa

Dalla fine degli anni novanta le EME si sono impegnate a fondo nel rafforzamento di varie linee di difesa al fine di limitare il rischio di tensioni finanziarie e di gestire eventuali tensioni in modo più efficace.

Una prima difesa possibile contro le crisi esterne è rappresentata dall'aumento delle attività sull'estero del settore privato. Tra la metà degli anni novanta e il 2014 le attività estere detenute dal settore privato nelle EME sono salite all'incirca dal 30 al 45% del PIL (grafico III.10, diagramma di sinistra). In pratica, tuttavia, esse possono risultare difficili da liquidare in situazioni di stress. Anzitutto i detentori di attività e passività spesso non coincidono. In secondo luogo le attività possono essere illiquide. Infine, le disponibilità di attività estere possono risentire delle medesime condizioni di mercato che determinano le tensioni.

La linea di difesa probabilmente più evidente sono le riserve ufficiali in valuta, che hanno registrato un massiccio incremento. Nelle EME esse sono cresciute approssimativamente al 30% del PIL nel 2014, da circa il 10% alla metà degli anni novanta, anche se più di recente hanno registrato un lieve calo. Va detto che le riserve variano notevolmente da un paese all'altro. Al momento la loro incidenza sul PIL è ad esempio attorno al 100% in Arabia Saudita, fra il 30 e il 45% in Cina, Perù, Malaysia, Thailandia e Ungheria, pari al 10-20% in Cile, Messico, India, Turchia e Sudafrica e a circa il 5% in Argentina. In ogni caso, le disponibilità ufficiali sono di norma superiori alle passività a breve termine. Inoltre sono state occasionalmente integrate da linee di swap in valuta tra banche centrali e da altri meccanismi quali la Flexible Credit Line dell'FMI.

Se questo maggiore volano di sicurezza fornisce indubbiamente una protezione molto superiore che in passato, permangono interrogativi sulla possibilità di un suo efficace utilizzo. Nello specifico può risultare difficile incanalare le riserve ufficiali dove necessario per colmare gli scompensi di liquidità del settore privato. Inoltre le autorità potrebbero essere restie a intervenire per vari motivi, tra cui il desiderio di non introdurre gli incentivi sbagliati o di non lasciare a intendere che hanno esaurito troppo rapidamente le munizioni.

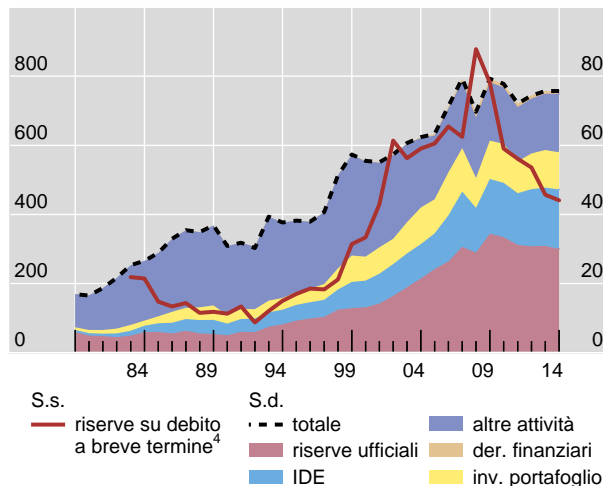
Quel che è più importante, la maggiore flessibilità macroeconomica offerta dal migliorato quadro di riferimento delle politiche dovrebbe aver accresciuto la tenuta delle EME. Dal lato monetario, il passaggio da strategie incentrate su tassi di cambio fissi ad approcci fondati su un obiettivo di inflazione dovrebbe offrire un ulteriore margine per gestire più efficacemente i boom creditizi e le connesse vulnerabilità.

Linee di difesa¹

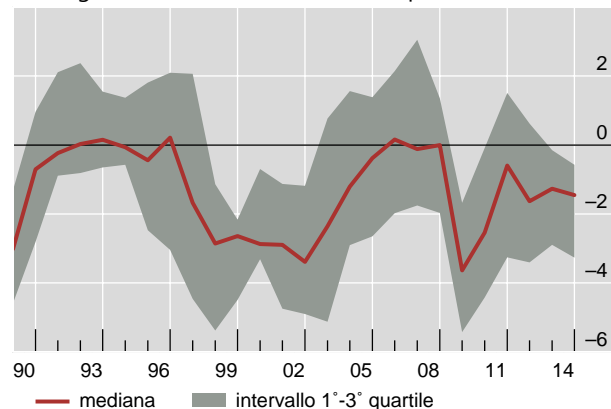
In percentuale del PIL

Grafico III.10

Attività internazionali lorde²



Saldo generale delle amministrazioni pubbliche³



¹ I paesi del campione sono: Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. ² Gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e alle PPA dei paesi elencati nella nota 1; esclusi Argentina, Malaysia e Sudafrica per il 2014. ³ Rapporto fra indebitamento/accreditamento netto delle amministrazioni pubbliche e PIL. ⁴ Quota delle riserve ufficiali sul debito con vita residua fino a un anno. Il debito è definito come somma dei titoli di debito internazionali in base alla residenza (insieme dei settori) e delle attività internazionali consolidate in base alla controparte immediata (insieme dei settori).

Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; versione aggiornata e ampliata della serie di dati costruita da P. Lane e G. M. Milesi-Ferretti in "The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004", *Journal of International Economics* 73, novembre 2007, pagg. 223-250; statistiche bancarie consolidate BRI e statistiche BRI sui titoli di debito internazionali; elaborazioni BRI.

Tassi di cambio più flessibili accrescono anche la capacità di un paese di adeguarsi ai cambiamenti nel contesto economico. Nell'anno trascorso alcune EME, specie in America latina, hanno registrato un cospicuo deprezzamento della moneta locale senza che questo abbia innescato una crisi.

Nondimeno, tali mutamenti non hanno immunizzato del tutto i paesi dagli andamenti esterni. Come indicato nel Capitolo V, la flessibilità dei cambi ha protetto solo in parte le EME dalle ricadute della politica monetaria dei paesi avanzati. L'esperienza recente di Brasile e Turchia, che hanno innalzato i tassi ufficiali mentre l'attività economica si stava indebolendo, illustra inoltre i vincoli cui è sottoposta la politica monetaria interna in presenza di ampi deflussi di capitali connessi all'inasprimento monetario nelle economie avanzate.

La capacità della politica fiscale di assorbire gli shock appare limitata. I disavanzi di bilancio sono più ampi che nel 2007 (grafico III.10, diagramma di destra). A questo si aggiunge il fatto che il valore mediano del disavanzo finanziario delle amministrazioni pubbliche, pari all'1,5% del PIL nel 2014, riflette dati significativamente diversi nei vari paesi: in Brasile e India, ad esempio, il disavanzo di bilancio supera il 6% del PIL. È inoltre probabile che i boom finanziari abbiano indotto a sopravvalutare lo stato di salute dei conti pubblici. Come discusso in maggiore dettaglio nella Relazione annuale dello scorso anno, questo riflette una sovrastima della crescita e del prodotto potenziali, l'abbondanza di entrate connessa ai boom finanziari e l'accumulo di passività eventuali che potrebbero concretizzarsi nella successiva fase di bust. L'esperienza di paesi quali la Spagna e l'Irlanda, le cui posizioni di bilancio apparivano illusoriamente solide prima della Grande Crisi Finanziaria, costituisce un chiaro esempio al riguardo.

Contagio finanziario e reale

Oggi il grado di integrazione delle EME nell'economia e nel sistema finanziario mondiali è molto maggiore che in passato. Eventuali tensioni finanziarie gravi, quindi, avrebbero ripercussioni internazionali più ampie.

Le passate crisi finanziarie nelle EME ebbero diffusi effetti di contagio. In primo luogo gli investitori mondiali si ritirarono dai paesi che avevano caratteristiche in comune con le economie direttamente interessate. Nel 1997 lo spettro della crisi passò ad esempio dalla Thailandia all'Indonesia, per poi raggiungere Malaysia, Filippine e Corea. In secondo luogo, le tensioni si propagarono per il tramite dei creditori comuni. La crisi del debito in America latina si è ad esempio trasmessa attraverso il sistema bancario statunitense, che era pesantemente esposto verso la regione.

Non è ancora chiaro in che misura i cambiamenti nella struttura finanziaria abbiano modificato il potenziale di contagio. L'attuale espansione dell'attività bancaria a livello regionale in Asia potrebbe aver accresciuto le probabilità di contagio diretto nella regione. Fra il 2007 e il 2014 la quota delle banche in Asia e nel Pacifico sul totale delle attività internazionali verso l'Asia emergente è aumentata da circa un terzo a quasi tre quinti e quella delle banche dell'area dell'euro è invece scesa al 15%, meno della metà del livello del 2007. D'altro canto, alcuni riscontri dell'episodio del "taper tantrum" indicano che gli investitori internazionali nei mercati emergenti sono divenuti più selettivi (cfr. l'84^a Relazione annuale, pagg. 32-33). Ciò dovrebbe ridurre il contagio derivante da somiglianze presunte, anziché effettive. Tuttavia, gli investitori potrebbero divenire meno selettivi durante una fase di più ampio ripiegamento.

Un cambiamento fondamentale è costituito dal maggiore peso che hanno assunto le scelte degli asset manager e degli investitori in fondi obbligazionari delle EME. La transizione dal credito bancario alla raccolta sui mercati e il connesso allungamento delle scadenze, assieme all'aumento della quota di debito in moneta nazionale, comportano un parziale spostamento del rischio dai debitori ai creditori. Esistono riscontri del fatto che sia gli asset manager sia i proprietari ultimi delle attività tendono a comportarsi in modo correlato, acquistando quando i prezzi salgono e vendendo quando scendono, il che limita i vantaggi offerti da una base di investitori più differenziata (Capitolo VI)¹¹. Il problema dell'azione collettiva da parte di investitori diversi può altresì rendere più difficile per i responsabili delle politiche arginare fenomeni di consistente disimpegno rispetto ai casi di disimpegno delle banche internazionali.

Quel che è più importante, il contagio potrebbe non limitarsi alle EME: la crisi debitoria del 1982 in America latina di fatto provocò problemi significativi nel sistema bancario statunitense. Oggi i prenditori delle EME sono i destinatari del 20% delle attività estere consolidate delle banche dichiaranti alla BRI (in base al rischio ultimo) nonché gli emittenti del 14% di tutti i titoli di debito in essere. Eventuali perdite su queste esposizioni presenterebbero inevitabilmente conseguenze importanti per almeno alcuni grandi creditori. Analogamente, le imprese delle EME rappresentano il 20% della capitalizzazione di mercato dell'indice generale del mercato azionario MSCI Global.

Gli effetti di contagio, inoltre, non riguarderebbero esclusivamente i canali finanziari. A differenza del passato, negli ultimi anni le EME sono state il motore principale della crescita mondiale. Esse costituiscono approssimativamente la metà del PIL mondiale in termini di parità di potere di acquisto (PPA), contro circa un quarto all'epoca della crisi debitoria latinoamericana e un terzo prima della crisi finanziaria asiatica nel 1997. Il loro contributo alla crescita mondiale è salito da circa 1 punto percentuale negli anni ottanta a oltre 2 punti dai primi anni duemila. Il crollo del commercio mondiale, diminuito di più del 20% fra il 2008 e il 2009, illustra chiaramente come le crisi finanziarie possano incidere sull'economia reale.

Nell'insieme, vari motivi inducono a ritenere che le EME siano oggi più resilienti rispetto agli anni ottanta e novanta: il quadro macroeconomico si è irrobustito, la flessibilità del cambio è aumentata, l'infrastruttura del sistema finanziario è più solida e la regolamentazione prudenziale è divenuta maggiormente rigorosa. Le linee di difesa sono più resistenti, come emerge in particolare dalla crescita delle riserve valutarie. Inoltre, lo sviluppo dei mercati delle obbligazioni in moneta locale ha ridotto l'eccessivo ricorso dei governi al debito in valuta estera.

Ciò nonostante, alcuni altri sviluppi impongono cautela. Il credito ha registrato una rapidissima crescita, portandosi spesso su livelli anche superiori a quelli che in passato sfociarono in gravi tensioni nel sistema bancario. In aggiunta, i buoni risultati macroeconomici potrebbero non isolare le EME dagli shock esterni. Il debito in valuta estera è diminuito in rapporto al PIL, ma si concentra nel settore societario, dove i disallineamenti valutarî sono più difficili da misurare. Un'efficace mobilitazione delle riserve per contrastare carenze di liquidità in settori specifici o sostenere la moneta locale potrebbe dimostrarsi difficile. Infine, l'accresciuta importanza degli asset manager esteri a scapito del credito bancario potrebbe aver modificato le dinamiche di mercato in modi non del tutto chiari.

¹¹ Cfr. K. Miyajima e I. Shim, "Gli asset manager nelle economie emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese).

I cicli finanziari e l'economia reale

Il ciclo finanziario ha plasmato l'evoluzione di molte economie sia prima sia dopo la Grande Crisi Finanziaria. Studi recenti chiariscono ulteriormente alcune dinamiche di fondo, evidenziando due variabili: la leva finanziaria aggregata (lo stock di credito in relazione ai prezzi delle attività) e gli oneri per il servizio del debito (pagamenti per interessi e ammortamenti, in relazione al reddito)¹. Se l'impatto della leva finanziaria è stato ampiamente analizzato, il ruolo dell'onere per il servizio del debito non ha ricevuto grande attenzione, nonostante i suoi considerevoli effetti negativi sulla crescita della spesa del settore privato.

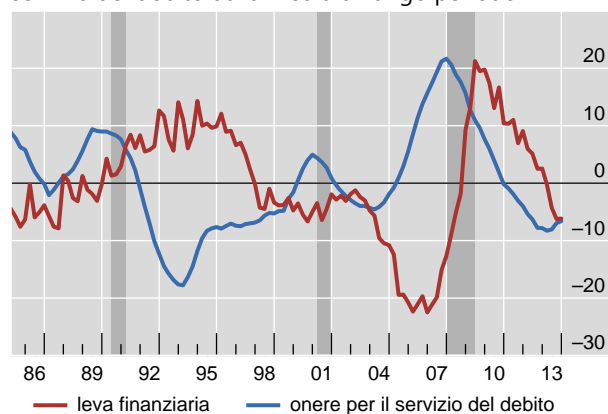
Due relazioni di lungo periodo fra credito, PIL, prezzi delle attività e tassi di interesse vincolano la leva finanziaria aggregata e l'onere aggregato per il servizio del debito. In primo luogo, la relazione tra il rapporto credito/PIL e i prezzi delle attività in termini reali ancora la leva aggregata. Essa opera per il tramite dei vincoli di garanzia: a lungo termine l'aumento dei prezzi delle attività in termini reali favorisce la crescita del rapporto credito/PIL. La seconda relazione di lungo periodo è quella fra il rapporto credito/PIL e i tassi di interesse. A parità di reddito, tassi di interesse inferiori permettono di sostenere livelli di debito maggiori. Questa relazione definisce il livello sostenibile dell'onere per il servizio del debito.

Gli scostamenti dalle ancore di lungo periodo della leva finanziaria e dell'onere per il servizio del debito influiscono in misura significativa sul prodotto. Gli andamenti negli Stati Uniti attorno alla Grande Crisi Finanziaria ne sono un esempio. Nei primi anni duemila i prezzi delle attività erano elevati e i tassi di interesse bassi in rapporto al debito in essere, e questo ha permesso a famiglie e imprese di mutuare maggiori fondi. La crescita dei prezzi delle attività è stata superiore a quella del credito, il che ha mantenuto la leva aggregata ben al disotto dei valori di lungo periodo.

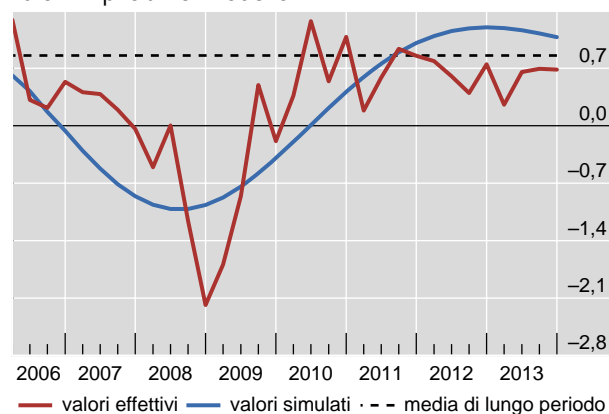
La leva finanziaria e l'onere per il servizio del debito sono importanti determinanti della spesa

Grafico III.A

Scostamenti della leva finanziaria e dell'onere per il servizio del debito dalla media di lungo periodo¹



Crescita della spesa negli Stati Uniti: valori effettivi e valori impliciti nel modello²



Le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione in base alla definizione dell'NBER.

¹ Leva finanziaria: rapporto fra credito aggregato e prezzi delle attività in relazione ai valori di lungo periodo, misurato dagli scostamenti del rapporto credito/PIL dalla relazione di lungo periodo con i prezzi delle attività in termini reali. Onere per il servizio del debito: rapporto fra pagamenti per il servizio del debito e reddito in relazione ai valori di lungo periodo, misurato dagli scostamenti del rapporto credito/PIL dalla relazione di lungo periodo con i tassi di interesse nominali sui prestiti. ² L'andamento simulato si basa su un modello VAR cointegrato stimato su dati dal 1° trimestre 1985 al 4° trimestre 2004. Questo campione fornisce anche il punto di riferimento per la media di lungo periodo della crescita della spesa. La simulazione inizia dalle condizioni della leva finanziaria e dell'onere per il servizio del debito nel 4° trimestre 2005 e ipotizza che le altre variabili si trovino inizialmente ai loro livelli medi. Traccia quindi il percorso di ritorno verso l'equilibrio in assenza di ulteriori shock.

Fonte: M. Juselius e M. Drehmann, "Leverage dynamics and the real burden of debt", *BIS Working Papers*, n. 501, maggio 2015.

periodo (grafico III.A, diagramma di sinistra). Ciò ha fornito ampi margini per un aumento ulteriore del credito, che ha provocato altresì un aumento della spesa. Tuttavia, questo effetto di stimolo è stato gradualmente controbilanciato dalla sempre maggiore azione di freno esercitata sul reddito disponibile dall'aumento dell'onere per il servizio del debito. Questo spiega perché la crescita del prodotto alla metà degli anni duemila si è mantenuta attorno a livelli medi nonostante la rapida espansione del credito. Quando il boom finanziario ha perso slancio e i prezzi delle attività hanno iniziato a scendere, la leva aggregata ha registrato un forte aumento, vincolando la capacità di indebitamento del settore privato. Ciò ha depresso ancora di più la spesa, portando a una grave recessione. La politica monetaria ha reagito con un abbassamento dei tassi di interesse, che si è gradualmente tradotto in un calo dei costi per il servizio del debito e ha quindi diminuito l'effetto di freno sulla domanda.

Le dinamiche di aggiustamento in funzione degli scostamenti della leva finanziaria e dell'onere per il servizio del debito dai loro valori di lungo periodo implicite in questo semplice modello corrispondono in maniera sorprendente all'evoluzione dell'attività economica negli Stati Uniti sia durante sia dopo la Grande Recessione^②. Anche quando il modello viene stimato soltanto fino al quarto trimestre 2005, una previsione fuori campione (out of sample) colloca la crescita della spesa al -1% per trimestre a fine 2009, il che rappresenta un calo di entità analoga a quello osservato durante la Grande Recessione. Essa preannuncia altresì una fase prolungata di recessione e successiva ripresa, con un ritorno del tasso di incremento della spesa del settore privato sui parametri storici solo agli inizi del 2012, una stima non lontana da quanto si è effettivamente verificato (grafico III.A, diagramma di destra).

① Cfr. M. Juselius e M. Drehmann, "Leverage dynamics and the real burden of debt", *BIS Working Papers*, n. 501, maggio 2015. Le relazioni di lungo periodo sono stimate da un modello di autoregressione vettoriale (VAR) cointegrato su dati statunitensi (1985-2013) che include il rapporto credito/PIL, il tasso di interesse medio sullo stock di crediti e i prezzi in termini reali di immobili residenziali, commerciali e azioni. Gli effetti sull'economia esercitati dalla leva finanziaria e dall'onere per il servizio del debito sono stimati utilizzando un sistema VAR ampliato che include la crescita in termini reali del credito, della spesa del settore privato, delle altre voci di spesa e dei prezzi delle attività, oltre al tasso di interesse medio sullo stock di crediti. ② È importante notare che il modello incorpora la conduzione della politica monetaria rivelata dai dati fino a quel momento.

Boom finanziari e distorsioni nell'allocazione del lavoro

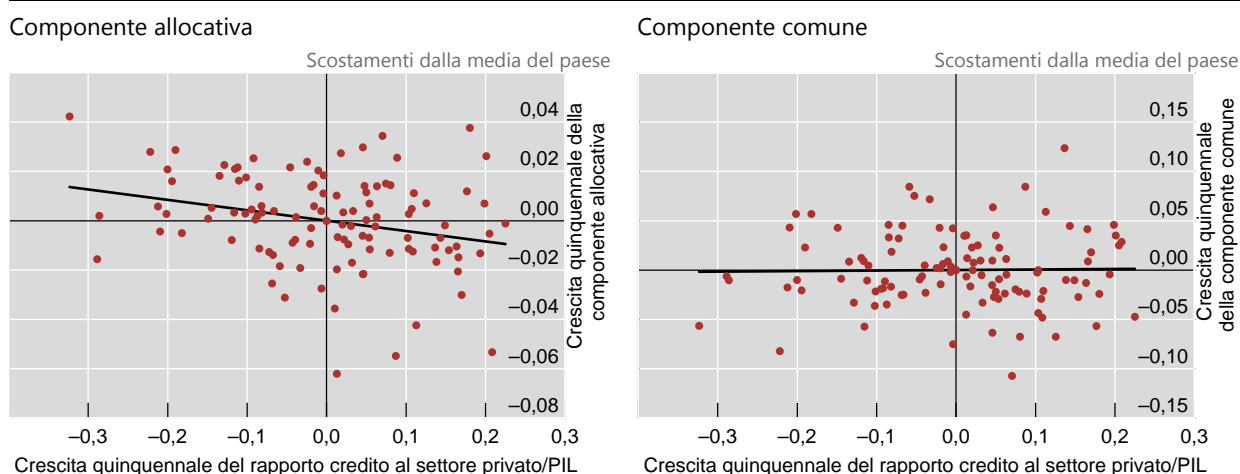
La crescita della produttività aggregata può essere essenzialmente il risultato di due fattori generali. Il primo e più ovvio è rappresentato dal progresso tecnologico e dalla maggiore quantità e qualità del capitale umano e fisico nei vari settori. Il secondo è costituito dalle riallocazioni del capitale e del lavoro da settori poco profittevoli ad altri più redditizi. Questo riquadro presenta evidenze del fatto che i boom creditizi tendono a compromettere il secondo fattore. Nei periodi di vigorosa espansione del credito il lavoro affluisce in misura crescente verso i settori con bassi guadagni di produttività futuri (di norma quelli che presentano una particolare intensità di credito anche se possono non risultare molto produttivi nel lungo periodo). Ciò deprime la crescita della produttività, e di conseguenza il prodotto potenziale, anche per molto tempo dopo che il credito ha cessato di espandersi.

La crescita della produttività aggregata può essere scomposta in una componente comune e una componente allocativa. La prima misura la crescita della produttività nell'intera economia ipotizzando una composizione settoriale fissa, vale a dire in assenza di flussi di manodopera tra settori. La seconda misura il contributo della riallocazione del lavoro tra settori, vale a dire se la manodopera affluisce verso i settori dove si registrano maggiori guadagni di produttività¹. In questo riquadro si calcola tale scomposizione per un campione di 22 economie a partire dal 1979 su periodi di cinque anni non sovrapposti. Successivamente, si analizza il modo in cui ciascuna componente è collegata alla crescita del rapporto fra credito al settore privato e PIL.

Le stime empiriche indicano che i boom finanziari, caratterizzati da un rapido aumento del rapporto fra credito al settore privato e PIL, coincidono con una minore componente allocativa. Ciò vuol dire che il lavoro affluisce ai settori a più bassa crescita della produttività (grafico III.B.1, diagramma di sinistra). Per contro, la componente comune non sembra correlata al credito privato (grafico III.B.1, diagramma di destra). L'espansione del credito può comunque stimolare la dinamica del prodotto mediante un aumento della domanda e degli investimenti, ma non quella della produttività. Per avere un'idea di cosa ciò significhi per l'economia, si consideri l'esperienza degli Stati Uniti. Fra il 2004 e il 2007 la produttività del lavoro è aumentata dell'1,2% l'anno, ma la riallocazione della

I boom del credito portano a un'allocazione distorta del lavoro¹

Grafico III.B.1



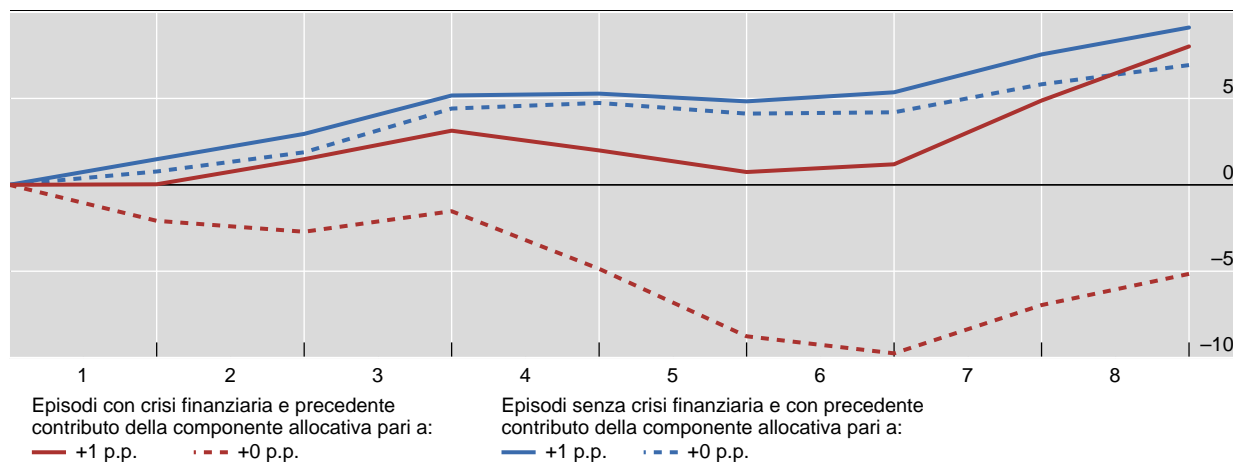
¹ Il diagramma di sinistra mette a confronto il tasso di crescita del rapporto fra credito al settore privato e PIL con la componente allocativa della crescita della produttività del lavoro, entrambi misurati in termini di scostamento dalle medie di paese e di periodo. Il diagramma di destra mette a confronto il tasso di crescita del rapporto fra credito al settore privato e PIL con la componente comune della crescita della produttività del lavoro, entrambi misurati in termini di scostamento dalle medie di paese e di periodo. Il campione comprende 22 economie (Australia, Austria, Belgio, Canada, Corea, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera) e sei periodi di cinque anni (1979-84; 1984-89; 1989-94; 1994-99; 1999-2004; 2004-09).

Fonte: elaborazioni BRI.

L'effetto delle crisi finanziarie e della riallocazione del lavoro sulla produttività¹

Scostamenti dal picco, in percentuale

Grafico III.B.2



¹ Simulazioni basate sulle regressioni di proiezione locale dello scostamento percentuale della produttività del lavoro dall'anno di picco. Le variabili indipendenti sono la componente allocativa e la componente comune della produttività del lavoro nell'arco del periodo di tre anni precedente il picco. Sono riportati separatamente gli effetti relativi ai picchi associati a una crisi finanziaria (linee rosse) e ai picchi non associati a una crisi finanziaria (linee blu). Le linee continue corrispondono alla proiezione della produttività del lavoro condizionalmente a un contributo positivo di 1 punto percentuale l'anno della componente allocativa nei tre anni precedenti il picco. Le linee tratteggiate corrispondono alla proiezione condizionalmente a un contributo nullo della componente allocativa prima del picco.

Fonte: elaborazioni BRI.

manodopera ha fornito un contributo negativo di 0,3 punti percentuali. Nello stesso periodo il rapporto fra il credito al settore privato e il PIL è salito del 4,5% l'anno. Stando a queste stime, se il rapporto credito/PIL fosse aumentato di appena l'1,5%, l'effetto di freno sulla crescita della produttività sarebbe stato neutralizzato.

La riallocazione del lavoro può altresì influire sull'evoluzione successiva della produttività aggregata, specialmente dopo una crisi finanziaria. Ciò può essere illustrato focalizzando l'attenzione sui punti di svolta del rapporto PIL/occupati e considerando se il profilo della produttività aggregata dopo il raggiungimento del punto di svolta dipende dalle riallocazioni del lavoro intervenute prima di tale punto. Emergono due conclusioni. In primo luogo, le precedenti riallocazioni del lavoro verso i settori con elevati aumenti della produttività contribuiscono in senso positivo alla produttività aggregata successiva (cfr. le linee continue rispetto a quelle tratteggiate nel grafico III.B.2). In secondo luogo, l'effetto è molto maggiore dopo una crisi finanziaria (cfr. la linea rossa continua rispetto alla linea rossa tratteggiate nel grafico III.B.2). In questo caso le distorsioni allocative precedenti esercitano un'azione di freno significativa e durevole sulla crescita della produttività aggregata (pari cumulativamente a 10 punti percentuali dopo cinque anni). Nel caso degli Stati Uniti, ad esempio, le stime indicano che le riallocazioni del lavoro nel periodo 2004-07, interagendo con la crisi finanziaria successiva, hanno tagliato la crescita della produttività di 0,45 punti percentuali l'anno tra il 2008 e il 2013. I boom finanziari possono quindi determinare un ristagno della produttività come conseguenza dell'interazione fra le distorsioni nell'allocazione delle risorse e le crisi finanziarie che innescano.

① Per maggiori dettagli, cfr. C. Borio, E. Kharroubi, C. Upper e F. Zampolli, *Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences*, mimeo, 2015.