

### III. L'economia mondiale: riprese economiche in fase di maturazione, cicli finanziari in fase di svolta?

La ripresa ciclica dell'economia mondiale si è notevolmente consolidata nell'anno in rassegna. Agli inizi del 2017 quasi tutte le principali economie si trovavano in fase espansiva e i risultati delle indagini confermavano le prospettive favorevoli a breve termine. I paesi avanzati hanno evidenziato una riduzione delle risorse inutilizzate, specialmente nel mercato del lavoro, e molte economie emergenti (EME) hanno tratto beneficio dal livello più elevato dei prezzi delle materie prime. La crescita dei consumi ha costituito una determinante fondamentale della domanda, ma anche gli investimenti delle imprese hanno mostrato segnali di recupero. I cicli finanziari, in espansione in molte economie, hanno sorretto l'attività economica. Nei paesi avanzati colpiti dalla crisi la riduzione dell'indebitamento ha fatto posto a fasi di espansione finanziaria, mentre in varie economie avanzate più piccole ed EME i boom finanziari si sono moderati o, in alcuni casi, sono stati seguiti da una contrazione.

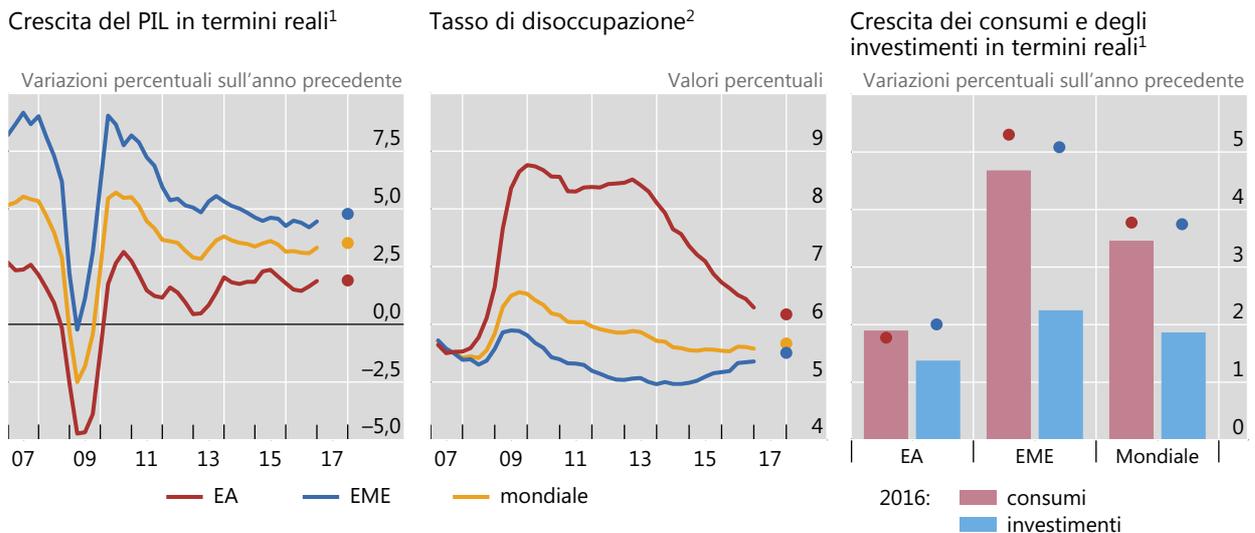
Nonostante le migliori prospettive a breve termine, nel medio periodo vi sono rischi per la sostenibilità dell'espansione economica. Anzitutto gli indicatori anticipatori di tensioni finanziarie segnalano rischi derivanti dal livello elevato del debito privato e dei prezzi delle case in diverse economie che non erano al centro della Grande Crisi Finanziaria (GCF). In secondo luogo, in alcuni paesi, il forte indebitamento delle famiglie potrebbe passare a esercitare una significativa azione di freno sulla domanda, in particolare qualora un rialzo dei tassi di interesse facesse aumentare gli oneri per il servizio del debito. Inoltre, la crescita persistentemente debole della produttività e l'alto debito delle imprese potrebbero gravare sugli investimenti. Infine, la maggiore diffusione di atteggiamenti protezionistici potrebbe incidere sulle prospettive economiche delle piccole economie avanzate aperte e delle EME in particolare.

Il presente capitolo inizia con una descrizione generale degli andamenti dei cicli economici e finanziari a livello mondiale nell'anno trascorso. Successivamente valuta i rischi di medio termine per le prospettive esaminando i rischi aggregati connessi al ciclo finanziario, la sostenibilità della crescita dei consumi e degli investimenti e i crescenti rischi di protezionismo. Infine, evidenzia come il sostegno fornito dalla fase ciclica apra una finestra di opportunità per perseguire politiche con effetti positivi sulla capacità di tenuta dell'economia e la sostenibilità della crescita.

#### Andamenti macrofinanziari a un punto di svolta?

L'economia mondiale ha messo a segno una vigorosa ripresa nella seconda metà del 2016 e pressoché tutte le maggiori economie si trovavano in fase espansiva agli inizi del 2017. Il tasso di crescita nel 2016 è stato di fatto lievemente inferiore rispetto all'anno precedente, collocandosi al 3,1%, ma nel 2017 dovrebbe salire al 3,5% (tabella A1 dell'Allegato statistico).

In molti paesi avanzati il ritmo di espansione si è rivelato maggiore del previsto nel terzo trimestre 2016 e si è mantenuto robusto fino a tutta la parte iniziale del 2017 (grafico III.1, diagramma di sinistra). Negli Stati Uniti è stato pari all'1,6% nel 2016, ma si prevede che salga al 2,1% nel 2017. Il PIL dell'area dell'euro è aumentato



I punti indicano le previsioni per il 2017.

<sup>1</sup> Medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA. <sup>2</sup> Medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili dei livelli delle forze di lavoro; le definizioni possono variare a seconda dei paesi. Esclusa l'India, per la quale non sono disponibili statistiche.

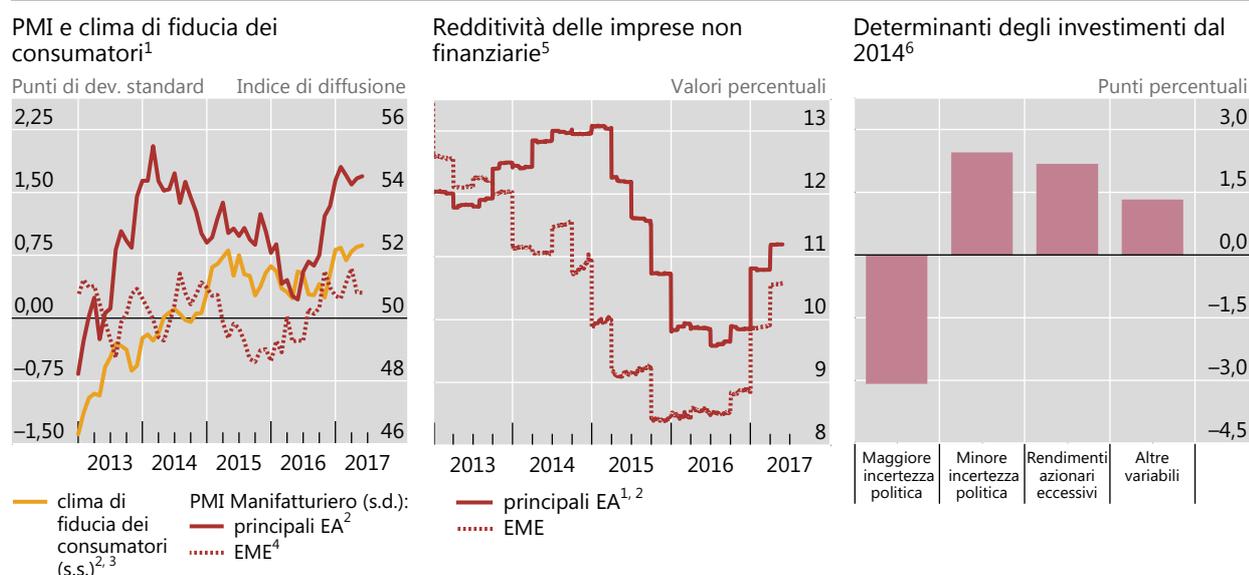
Fonti: FMI, *World Economic Outlook* e *International Financial Statistics*; OCSE, *Economic Outlook e Main Economic Indicators*; CEIC; Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

dell'1,7% nel 2016 e quello del Giappone dell'1,0%. Nonostante le incertezze connesse alla Brexit, l'economia britannica è cresciuta dell'1,8%. La ripresa congiunturale ha continuato a far scendere i tassi di disoccupazione nelle economie avanzate, portandoli in alcuni casi al di sotto dei livelli pre-crisi (diagramma centrale).

Nelle EME la crescita è stata lievemente inferiore che nei paesi avanzati, ma la ripresa dei prezzi dell'energia ha migliorato le prospettive per gli esportatori di materie prime. In Cina il ritmo di espansione dell'economia è salito dal 6,7% a metà 2016 al 6,9% nel primo trimestre 2017, grazie all'orientamento accomodante della politica fiscale. In India si è indebolito nella seconda metà del 2016, scendendo al 7,0% nel quarto trimestre. Il rialzo dei corsi petroliferi ha contribuito all'accelerazione dell'attività nei paesi esportatori di petrolio. In Russia il tasso di crescita del PIL è passato in territorio positivo nell'ultimo trimestre 2016, mentre in Brasile la flessione è persa raggiungendo il suo punto di minimo (tabella A1 dell'Allegato statistico).

I consumi hanno rappresentato il principale fattore propulsivo della domanda nelle economie sia avanzate sia emergenti durante il 2016, con una crescita che ha superato quella degli investimenti di circa mezzo punto percentuale nei paesi avanzati e di oltre 2 punti percentuali nelle EME (grafico III.1, diagramma di destra). Per il 2017 si prevede una ripresa degli investimenti nelle economie avanzate ed emergenti, assieme a una perdurante espansione dei consumi (diagramma di destra, punti). Nei paesi avanzati gli investimenti sono previsti crescere più dei consumi, mentre in quelli esportatori di materie prime si prevede che l'aumento dei prezzi dei prodotti di base promuoverà la formazione di capitale.

I risultati delle indagini hanno confermato le prospettive favorevoli a breve termine. Agli inizi del 2017 gli indicatori del clima di fiducia nelle economie avanzate erano saliti ulteriormente al di sopra delle rispettive medie storiche, sostenendo la crescita trainata dai consumi (grafico III.2, diagramma di sinistra). Le indagini presso



<sup>1</sup> Medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA. <sup>2</sup> EA, GB, JP e US. <sup>3</sup> Dati normalizzati, misurati in termini di differenza tra l'indicatore e la sua media storica. <sup>4</sup> BR, CN, HU, IN, MX, RU, SG, TR e ZA. <sup>5</sup> Redditività del capitale proprio (return on equity, RoE). Per le EME, l'aggregato è fornito da Datastream Worldscope. <sup>6</sup> Impatto mediano dei fattori sulla crescita degli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale nelle economie del G7. In base a R. Banerjee, J. Kearns e M. Lombardi, "(Perché) gli investimenti sono deboli?", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese); modificato con variabili di controllo aggiuntive e aggiornato per coprire il periodo di tempo più recente.

Fonti: Bloomberg; Datastream; Datastream Worldscope; elaborazioni e stime BRI.

le imprese hanno mostrato una significativa reazione alle notizie positive concernenti il contesto macroeconomico nella seconda metà del 2016. Negli Stati Uniti, hanno influito le attese di abbassamento delle imposte societarie e di deregolamentazione. Ai primi del 2017 gli indici dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Indices, PMI) nel settore manifatturiero dell'area dell'euro e del Giappone sono saliti sui livelli più elevati, rispettivamente, degli ultimi sei e tre anni.

Vari fattori che incidono sulle prospettive per gli investimenti sono altresì diventati favorevoli. La redditività delle imprese non finanziarie è aumentata sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti, riassorbendo il calo degli anni precedenti (grafico III.2, diagramma centrale). Ciò ha probabilmente rafforzato l'impatto positivo del rialzo dei corsi azionari e ha ridotto l'incertezza riguardo alla domanda (diagramma di destra). Tuttavia, l'incertezza sul piano delle politiche economiche è cresciuta ancora (Capitolo II) e ha probabilmente agito da freno sugli investimenti (grafico III.2, diagramma di destra).

Le aspettative di cambiamenti nella combinazione delle politiche macroeconomiche hanno anch'esse influito sulle prospettive. Gli annunci di politica economica segnalavano un'espansione fiscale negli Stati Uniti proprio nel momento in cui l'orientamento della politica di bilancio veniva allentato altrove. Ad agosto il governo giapponese ha reso noto un pacchetto fiscale comprendente misure riguardanti la spesa per infrastrutture e i trasferimenti. Le autorità britanniche hanno abbandonato i precedenti piani di azzeramento del disavanzo di bilancio entro il 2020. A fine novembre la Commissione europea ha raccomandato per l'area dell'euro un'espansione fiscale dello 0,5% del PIL nel 2017 e a metà dicembre le autorità cinesi hanno incluso il perseguimento di una politica di bilancio attiva fra le priorità economiche per il 2017.

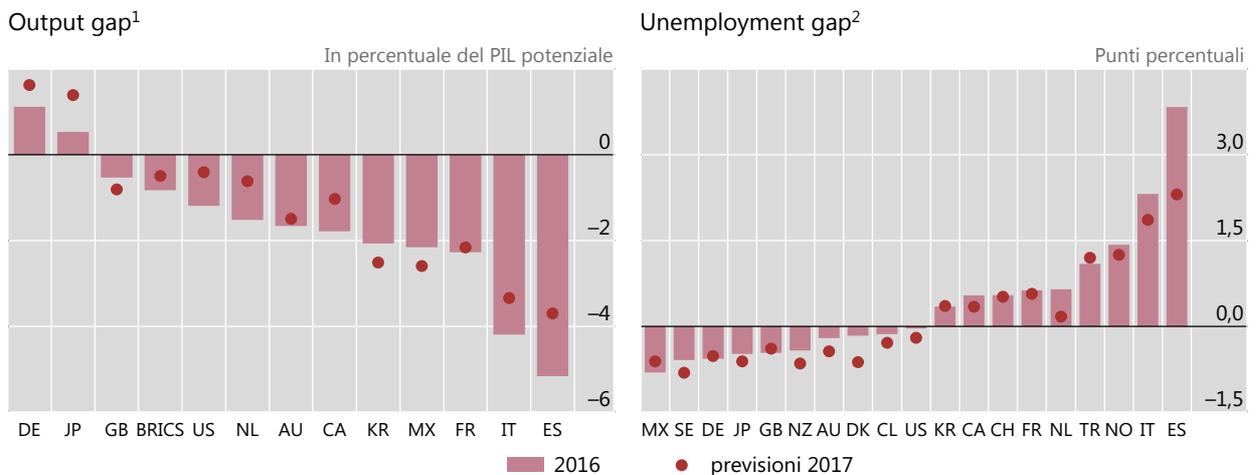
La flessione nelle misure della capacità inutilizzata indicava che l'espansione stava raggiungendo la sua fase matura (grafico III.3). In realtà, tali stime andrebbero considerate con grande cautela, non da ultimo poiché sono frequentemente oggetto di ampie revisioni. Ciò detto, i vincoli di capacità sono parsi sempre più stringenti, specialmente in base a indicatori del mercato del lavoro quali il gap di disoccupazione (unemployment gap) (diagramma di destra). Secondo questa misura, gran parte delle maggiori economie avanzate aveva raggiunto la piena occupazione nel 2016 e in molti casi esistevano aspettative di un ulteriore aumento delle tensioni sul mercato del lavoro. Tuttavia, diversi paesi dell'area dell'euro e in particolare l'Italia e la Spagna sono parsi contraddistinti da un margine di capacità inutilizzata ancora significativo.

I cicli finanziari, rappresentati in termini di andamenti delle quotazioni immobiliari e del credito, si trovavano in una fase espansiva in molte economie e questo ha sorretto la ripresa (grafico III.4)<sup>1</sup>. Nei principali paesi avanzati al centro della GCF il ciclo finanziario ha continuato a registrare un'espansione moderata. Dopo diversi anni di crescita dei prezzi degli immobili residenziali in termini reali, il rapporto fra il credito del settore privato (non finanziario) e il PIL ha evidenziato un incremento modesto nel 2016. Ciò ha riflesso una moderata ascesa degli indici di indebitamento delle imprese, mentre quelli delle famiglie si sono mantenuti stabili dopo anni di calo (tabella A2 dell'Allegato statistico). Tra il 2007 e il 2016 il debito delle famiglie in rapporto al PIL negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Spagna è diminuito rispettivamente di 18, 6 e 17 punti percentuali creando lo spazio necessario per un'espansione trainata dai consumi.

In altre economie avanzate meno colpite dalla GCF i boom finanziari si sono moderati. La crescita del rapporto fra credito privato e PIL è diminuita di circa 6 punti percentuali rispetto all'anno precedente, nonostante i perduranti rialzi delle quotazioni immobiliari. La decelerazione ha rispecchiato soprattutto i minori tassi di crescita del debito delle imprese; nel settore delle famiglie i livelli di debito hanno invece evidenziato un aumento ulteriore e in Australia, Canada, Svezia e Svizzera sono saliti di 2-3 punti percentuali nel 2016, all'86-128% del PIL.

## Riduzione dell'eccesso di capacità produttiva

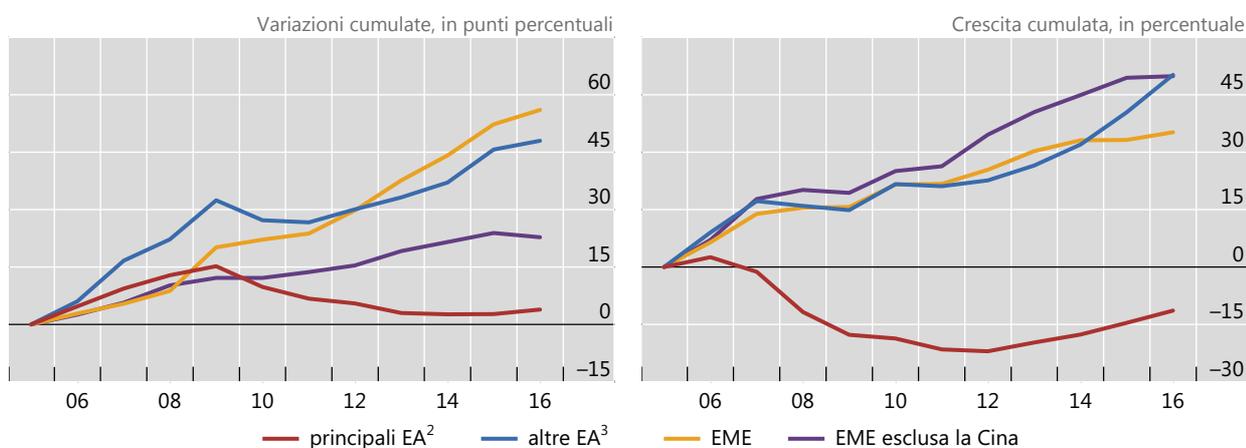
Grafico III.3



<sup>1</sup> Differenza tra il PIL effettivo e potenziale, in percentuale del PIL potenziale; stime FMI e OCSE. Per i BRIC, medie ponderate costruite usando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA di BR, CN, IN, RU e ZA. <sup>2</sup> Differenza tra il tasso di disoccupazione effettivo e il tasso di disoccupazione non acceleratore di inflazione (non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU); stime OCSE.

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

Credito al settore privato non finanziario in rapporto al PIL

Prezzi degli immobili in termini reali<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA. <sup>2</sup> EA, GB, JP e US. <sup>3</sup> AU, CA, CH, DK, NO, NZ e SE. <sup>4</sup> Deflazionati in base all'indice dei prezzi al consumo (IPC). Escluse AR, SA e TW, per cui non sono disponibili statistiche.

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

Molte EME hanno registrato una moderazione dei boom finanziari e alcuni episodi di effettiva contrazione nel 2016. In termini aggregati, sia i prezzi delle abitazioni in termini reali sia il credito in rapporto al PIL si sono stabilizzati. Nelle EME esclusa la Cina, l'incidenza del credito sul PIL ha persino evidenziato un calo contenuto. Ciò ha riflesso in particolare il rallentamento in Brasile e Russia, con una flessione prolungata dei prezzi delle abitazioni e del credito (tabelle A2 e A3 dell'Allegato statistico). Il rapporto fra il debito delle imprese e il PIL è diminuito di 3-5 punti percentuali in Brasile, Corea, India e Russia ma è invece aumentato ulteriormente in Cina. Tali andamenti si collocavano dopo la rapida ascesa del debito societario nel periodo post-crisi in molte EME. Tra il 2007 e il 2016 l'incidenza del debito delle imprese sul PIL nelle EME è aumentata in media di 19 punti percentuali, con un incremento particolarmente pronunciato in Cina (di 70 punti percentuali, al 166% del PIL). Anche il debito delle famiglie è cresciuto in alcune EME nell'anno trascorso; ciò vale in particolare per Cina e Corea, dove è salito rispettivamente al 44 e 93% del PIL.

## Rischi per le prospettive

Se da un lato le prospettive congiunturali a breve termine sono sempre più favorevoli, dall'altro sussistono diversi rischi nel medio periodo. Questa sezione ne considera quattro: 1) rischi per la stabilità finanziaria connessi al ciclo finanziario; 2) rischi per la crescita dei consumi derivanti dal debito delle famiglie; 3) rischi per gli investimenti risultanti dalla debole dinamica della produttività e dall'elevato debito delle imprese; 4) rischi originanti dal crescente protezionismo.

## Rischi connessi al ciclo finanziario

I cicli finanziari hanno costituito una determinante fondamentale degli andamenti macroeconomici e della stabilità finanziaria. I loro punti di svolta superiore hanno di norma segnalato periodi successivi di tensione nel settore bancario o finanziario. Da questo punto di vista, il rallentamento attuale o atteso del ciclo finanziario in alcune EME ed economie avanzate più piccole rappresenta un rischio per le prospettive.

Tale rischio può essere valutato utilizzando gli indicatori di allerta precoce delle tensioni finanziarie (tabella III.1). Uno è il gap credito/PIL, definito come lo scostamento del rapporto tra il credito al settore privato non finanziario e il PIL dal suo trend di lungo periodo. Un altro, riferito al medesimo settore, è l'indice di copertura del servizio del debito (debt service ratio, DSR), ossia il rapporto fra i pagamenti in linea capitale e interessi e il reddito, misurato in deviazione dalla sua media storica. Questi indicatori sono spesso riusciti a rilevare il surriscaldamento del settore finanziario e segnalare l'esistenza di tensioni nel settore bancario su orizzonti temporali di medio periodo nel passato. Dalla fine degli anni settanta, in oltre due terzi dei casi le soglie critiche (celle rosse) sono state superate in qualche momento nei tre anni antecedenti l'episodio di tensione nel settore bancario, fornendo al tempo stesso pochi falsi allarmi. Soglie inferiori (celle beige) hanno rilevato un numero maggiore di detti episodi, ma hanno dato origine a più falsi allarmi<sup>2</sup>.

I gap credito/PIL hanno raggiunto livelli indicativi di rischi elevati in varie EME ed economie avanzate minori (tabella III.1, prima colonna). Essi sono particolarmente considerevoli in diversi paesi emergenti dell'Asia e ampi anche in alcune altre EME ed economie avanzate. Inoltre, valori elevati per il gap credito/PIL hanno per lo più coinciso con consistenti gap (contemporanei o recenti) dei prezzi degli immobili (asterischi), cosicché entrambi i differenziali hanno fornito un segnale di allerta.

Per contro, i DSR, da cui è possibile ottenere un'idea migliore dei rischi a breve termine su orizzonti attorno a un anno, sono generalmente rimasti al di sotto dei livelli che avrebbero innescato un segnale di allerta. Hanno fatto eccezione poche EME, che hanno registrato DSR superiori ai valori storici anche nell'ipotesi di tassi di interesse costanti (tabella III.1, seconda colonna). Tuttavia, in situazioni di maggiore tensione – come un aumento di 250 punti base dei tassi a parità di tutte le altre condizioni, con una trasmissione al 100% – i DSR salirebbero su livelli rischiosi per un buon numero di economie (terza colonna).

Nelle EME con un considerevole onere debitorio in valuta estera, il tasso di cambio può amplificare i rischi connessi al ciclo finanziario. Un forte deprezzamento rispetto alle principali valute di finanziamento, in particolare il dollaro USA, gonfierebbe l'onere del debito e potrebbe provocare o amplificare tensioni finanziarie. Nelle EME il debito in valuta estera si collocava al 12% del PIL, un livello mediamente inferiore a quelli osservati prima delle precedenti crisi finanziarie (grafico III.5, diagramma di sinistra)<sup>3</sup>. Pertanto, in generale, le vulnerabilità derivanti dal debito in valuta sono apparse relativamente contenute. D'altra parte le EME sono ora più integrate nei mercati finanziari mondiali, come mostra ad esempio l'aumento delle disponibilità estere di debito pubblico denominato in moneta locale (diagramma di sinistra), e quindi rimangono significativamente esposte ai mutamenti del clima di fiducia degli investitori a livello mondiale.

Gli indicatori di allerta precoce sono tuttavia soggetti a una serie di limiti. Da un lato non sono completi, in quanto omettono altre fonti potenziali di tensioni finanziarie quali il rischio sovrano. Dall'altro, devono essere interpretati con cautela.

Indicatori di allerta precoce delle tensioni nei sistemi bancari interni

Tabella III.1

	Gap credito/PIL <sup>1</sup>	Indice di copertura del servizio del debito (DSR) <sup>2</sup>	Indice di copertura del servizio del debito per un aumento di 250 p.b. dei tassi di interesse <sup>3</sup>
Australia	-0,5	1,3	5,2
Brasile	-3,0	2,9	4,5
Canada	14,1*	3,3	7,6
Cina	24,6	5,4	8,8
Corea	0,2	0,0	3,7
Europa centrale e orientale <sup>4</sup>	-10,1	-1,6	-0,2
Francia	1,8	1,1	4,3
Germania	-4,3	-1,8	0,0
Giappone	5,4*	-2,1	0,6
Hong Kong SAR	30,3*	6,6	11,1
India	-7,8	0,8	1,9
Indonesia	9,3*	0,8	1,5
Italia	-14,9	-0,7	1,4
Malaysia	9,7*	0,9	3,3
Messico	9,0	0,9	1,7
Paesi nordici <sup>5</sup>	-4,3	-0,1	3,8
Regno Unito	-19,6	-1,4	1,5
Russia	-2,8	2,3	3,6
Spagna	-46,9	-3,2	-0,4
Stati Uniti	-7,7	-1,4	1,2
Sudafrica	-2,5	-0,2	1,1
Svizzera	7,6*	0,0	3,1
Thailandia	11,3*	-0,3	1,6
Turchia	7,2	4,0	5,6
<i>Legenda</i>	<i>Gap credito/PIL &gt; 10</i>	<i>DSR &gt; 6</i>	<i>DSR &gt; 6</i>
	<i>2 ≤ Gap credito/PIL ≤ 10</i>	<i>4 ≤ DSR ≤ 6</i>	<i>4 ≤ DSR ≤ 6</i>

Dati fino al 4° trimestre 2016. I valori soglia per le celle rosse sono selezionati riducendo al minimo i falsi allarmi a condizione di rilevare almeno due terzi delle crisi su un orizzonte cumulato di tre anni. Le celle beige per il gap credito/PIL si basano sulle indicazioni di Basilea 3 relative ai buffer patrimoniali anticiclici, quelle per l'indice di copertura del servizio del debito sono selezionate riducendo al minimo i falsi allarmi a condizione di rilevare almeno due terzi delle crisi su un orizzonte di due anni.

<sup>1</sup> Per le economie nelle quali il gap credito/PIL si colloca al di sopra di una soglia critica, gli asterischi indicano un gap dei prezzi degli immobili anch'esso superiore a una soglia critica in almeno uno degli ultimi cinque anni. Per il calcolo delle soglie critiche relative ai gap credito/PIL e ai gap dei prezzi degli immobili, e le relative misurazioni, cfr. M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates", *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n. 4, 2011, pagg. 189-240. <sup>2</sup> Scostamento dei DSR per il settore privato non finanziario dalle medie di lungo periodo specifiche ai singoli paesi. Per il calcolo dei DSR, cfr. [www.bis.org/statistics/dsr.htm](http://www.bis.org/statistics/dsr.htm); per la derivazione delle soglie critiche, cfr. M. Drehmann e M. Juselius, "I costi per il servizio del debito influiscono sulla stabilità macroeconomica e finanziaria?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012 (versione integrale disponibile solo in inglese). <sup>3</sup> Nell'ipotesi che i tassi di interesse aumentino di 250 punti base e tutte le altre componenti del DSR rimangano invariate. <sup>4</sup> Media semplice di CZ, HU e PL. <sup>5</sup> Media semplice di FI, NO e SE.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

Anzitutto, per costruzione, bilanciano il rischio di falsi allarmi con quello di mancata rilevazione di tensioni future: i falsi positivi sono inevitabili. In secondo luogo, pur

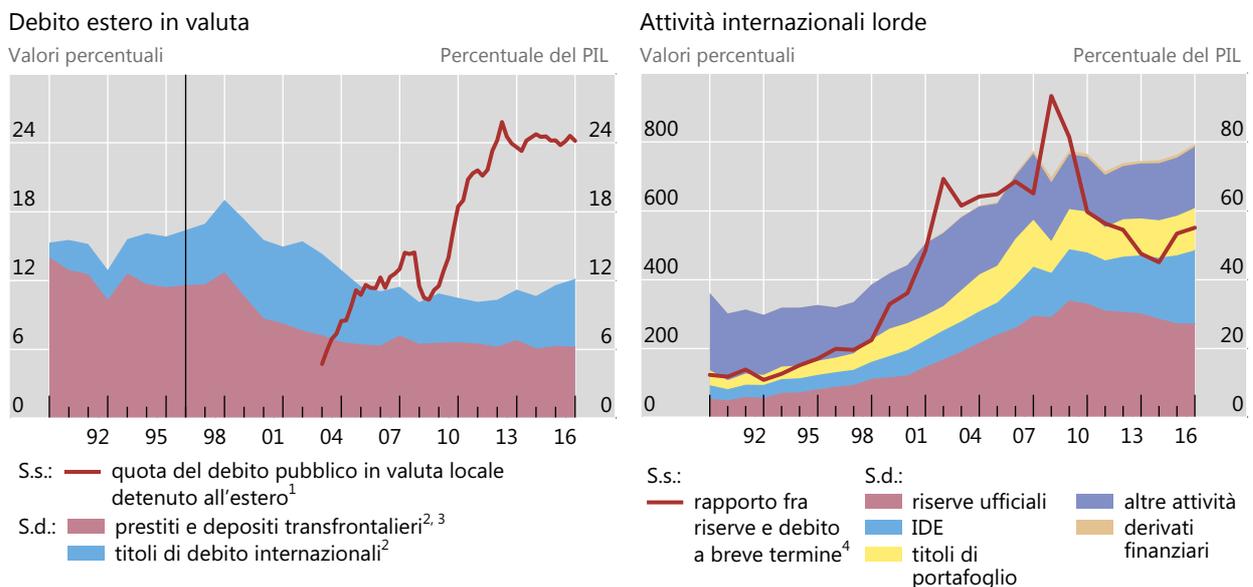
rilevando l'accumulo generale di rischi finanziari, non sono in grado di individuare con precisione né il momento in cui tali rischi si concretizzeranno né tantomeno l'intensità delle tensioni potenziali. In terzo luogo, il loro legame con i rischi di una crisi finanziaria può variare nel tempo. È importante notare come molti paesi abbiano sviluppato e adottato quadri di riferimento macroprudenziali volti ad accrescere la capacità di tenuta del settore finanziario. Inoltre, a seguito della GCF sono stati compiuti passi importanti a livello mondiale verso un miglioramento degli assetti di regolamentazione e di vigilanza più in generale (Capitolo V).

In aggiunta, le EME si sono adoperate per ridurre la loro vulnerabilità a fronte di ampi e repentini deprezzamenti valutari adottando regimi di cambio più flessibili e accumulando grandi riserve in valuta (grafico III.5, diagramma di destra). Le riserve valutarie in percentuale del PIL sono più che triplicate dalla metà degli anni novanta, riflettendo in particolare gli andamenti nelle economie emergenti dell'Asia (tabella A5 dell'Allegato statistico). A ciò si aggiunge l'aumento delle attività estere detenute dal settore privato nelle EME, che ha fornito un'ulteriore linea di difesa potenziale.

Nell'insieme, l'analisi sta a indicare che i rischi connessi al ciclo finanziario sono rilevanti in diverse economie. Anche se non dovessero emergere vere e proprie tensioni finanziarie grazie alle misure adottate per rafforzare la capacità di tenuta del settore, una contrazione del ciclo finanziario potrebbe indebolire la domanda e la crescita, non da ultimo attraverso l'azione di freno su consumi e investimenti.

## Debito in valuta estera e attività internazionali delle EME

Grafico III.5



La linea verticale nel diagramma di sinistra indica la fine del 1996 (prima della crisi asiatica).

<sup>1</sup> Medie semplici della quota degli investitori esteri nel mercato del debito delle amministrazioni pubbliche in moneta locale per BR, CO, CZ, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PL, RU, TH, TR e ZA. <sup>2</sup> Importi in essere in base alla residenza, medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA di AR, BR, CL, CN, CO, CZ, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PH, PL, RU, SA, TH, TR e ZA. <sup>3</sup> Verso/con il settore bancario e non bancario, denominati in CHF, EUR, GBP, JPY e USD. Prima del 4° trimestre 1995, attività bancarie transfrontaliere denominate nelle valute estere elencate. <sup>4</sup> Riserve ufficiali in percentuale del debito con durata residua fino a un anno. Il debito è definito come la somma dei titoli di debito internazionali in base alla residenza (tutti i settori) e delle attività internazionali consolidate in base alla controparte immediata (tutti i settori).

Fonti: versione aggiornata e ampliata della serie di dati costruita in P. Lane e G. 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*, vol. 73, novembre 2007, pagg. 223-50; FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; Institute of International Finance; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; statistiche BRI sui titoli di debito e statistiche bancarie BRI su base consolidata e locale; elaborazioni BRI.

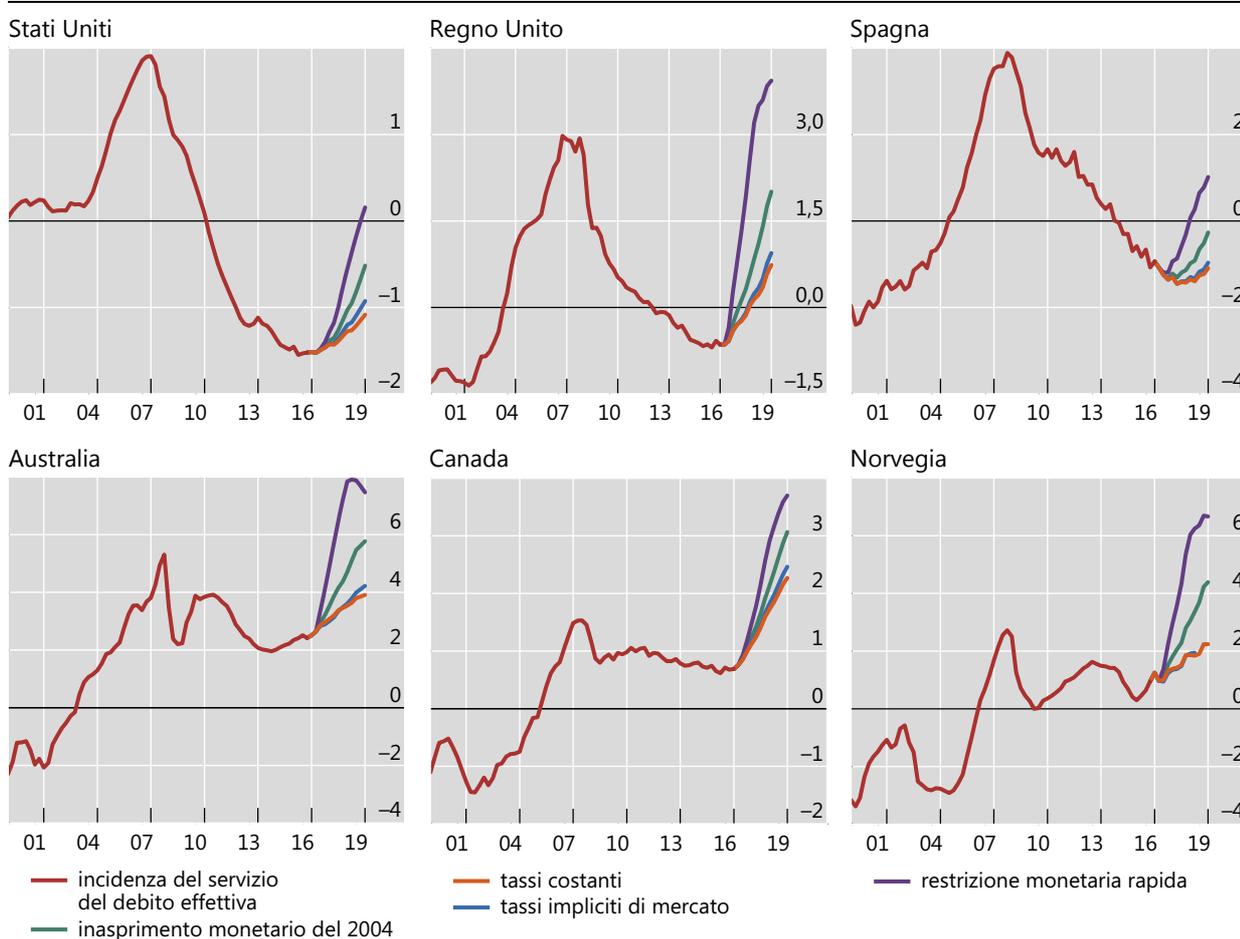
## Rischi per i consumi

I consumi privati hanno fornito un contributo chiave alla domanda mondiale negli ultimi anni. Tuttavia, i fattori principali che hanno sorretto la crescita dei consumi potrebbero indebolirsi in prospettiva. Dati i riscontri di una riduzione della capacità inutilizzata nei mercati del lavoro, la dinamica dell'occupazione potrebbe fornire un sostegno minore. È possibile che un aumento dei salari compensi in parte il rallentamento dell'occupazione, ma le connesse spinte al rialzo sull'inflazione potrebbero determinare un inasprimento della politica monetaria. Al tempo stesso l'impulso impresso ai consumi dagli andamenti sostenuti del credito alle famiglie e

### L'onere per il servizio del debito delle famiglie in diversi scenari di tasso di interesse<sup>1</sup>

In punti percentuali

Grafico III.6



<sup>1</sup> Scostamenti dalle medie di lungo periodo specifiche ai singoli paesi. Proiezioni per gli indici di copertura del servizio del debito nel settore delle famiglie in quattro scenari di tasso di interesse: impliciti al mercato (i tassi del mercato monetario a tre mesi evolvono in linea con quelli impliciti nel mercato); costanti (i tassi del mercato monetario a tre mesi rimangono costanti); inasprimento del 2004 (le variazioni in termini assoluti dei tassi del mercato monetario a tre mesi seguono l'episodio di inasprimento del 2004); rapido inasprimento (i tassi del mercato monetario a tre mesi salgono sui livelli di fine 2007 entro otto trimestri e rimangono successivamente fissi). Le proiezioni sono basate su un modello VAR specifico per paese contenente come variabili endogene il rapporto credito/reddito del settore delle famiglie, i tassi di interesse sullo stock di debito delle famiglie, i prezzi reali degli immobili residenziali e il PIL in termini reali. Il tasso del mercato monetario a tre mesi è incluso come variabile esogena. Il VAR è stimato utilizzando dati trimestrali per il periodo 1990-2016; le proiezioni iniziano nel 4° trimestre 2016 per AU, NO e US e nel 1° trimestre 2017 negli altri casi.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

dei prezzi delle attività potrebbe ridursi, specie nei paesi con indicazioni di inversione dei cicli finanziari.

Ulteriori rischi per i consumi derivano dai livelli elevati di debito delle famiglie, data in particolare la prospettiva di un rialzo dei tassi di interesse. Evidenze recenti su un campione di economie avanzate suggeriscono che la crescita del debito delle famiglie in rapporto al PIL ha favorito i consumi nel breve periodo, ma che questo è stato di norma seguito da risultati macroeconomici deludenti a medio termine (Riquadro III.A). Il canale principale sembra essere costituito dal peso dell'onere per il servizio del debito, che aumenta di pari passo con l'accumulo di debito e l'aumento dei tassi di interesse.

L'effetto di un aumento dei tassi di interesse sull'onere per il servizio del debito può essere valutato attraverso simulazioni illustrative che rilevano le relazioni dinamiche tra le due componenti del DSR (il rapporto credito/reddito e il tasso di interesse nominale sul debito), i prezzi reali degli immobili residenziali, il PIL in termini reali e il tasso di interesse del mercato monetario a tre mesi (grafico III.6). I paesi colpiti dalla crisi, nei quali le famiglie hanno ridotto i livelli di indebitamento nel periodo post-crisi, sembrano relativamente resilienti di fronte a un aumento dei tassi di interesse. Nella maggior parte dei casi considerati, l'onere debitorio resta prossimo alle medie di lungo periodo anche in uno scenario in cui i tassi di interesse a breve termine aumentano rapidamente fino a raggiungere i livelli di fine 2007. Per contro, nelle economie che hanno registrato un rapido incremento del debito delle famiglie negli anni recenti, i DSR sono già superiori alle rispettive medie storiche e sarebbero sospinti su livelli ancora più alti da un innalzamento dei tassi di interesse. Ciò potrebbe esercitare una significativa azione di freno sui consumi e sul prodotto (Riquadro III.A)<sup>4</sup>.

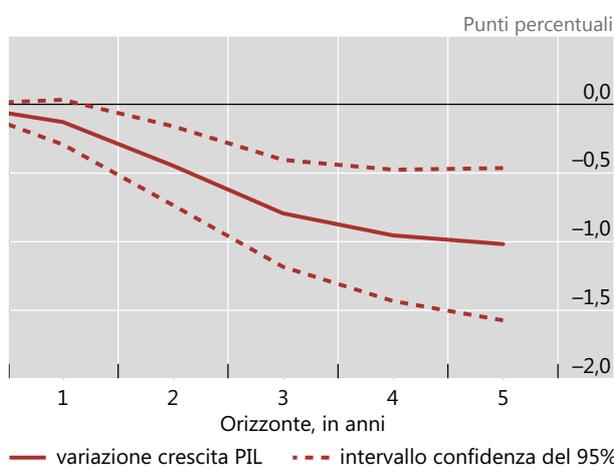
In verità le simulazioni, incorporando le interazioni storiche dal 1990 in forma ridotta, forniscono solo una prima valutazione delle dinamiche di fondo. Ad esempio, un periodo lungo di politica monetaria non convenzionale potrebbe avere modificato le interazioni fra le variabili. Inoltre, lo scenario di rapido inasprimento è probabilmente non molto verosimile e potrebbe innescare dinamiche macroeconomiche diverse da quelle rilevate dalle relazioni storiche. Ciò detto, i risultati segnalano andamenti avversi in alcune economie in caso di aumento significativo dei tassi di interesse.

## Rischi per gli investimenti

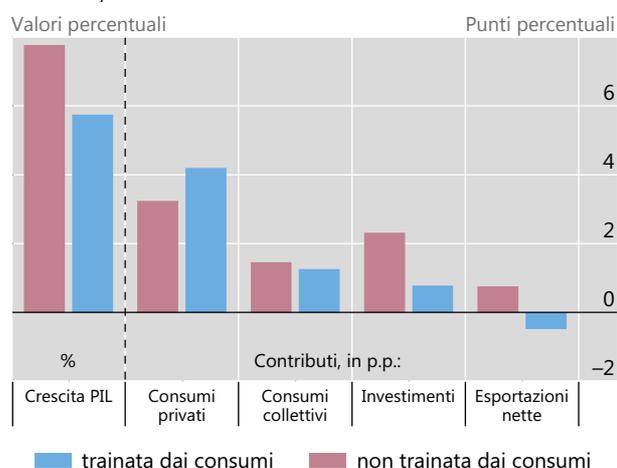
La sostituzione dei consumi con gli investimenti quale fattore trainante della crescita favorirebbe la sostenibilità a medio termine dell'attuale fase espansiva. Uno stock più elevato di capitale produttivo migliora il potenziale di crescita e attenua i vincoli di capacità, contribuendo a prevenire l'accumulo di pressioni inflazionistiche. Di fatto le espansioni trainate dai consumi – definite come situazioni in cui i consumi privati crescono più rapidamente del prodotto – appaiono meno durevoli di quelle riconducibili al contributo di altre componenti della domanda. Le evidenze relative alle economie avanzate indicano che una crescita trainata dai consumi prelude, nel tempo, a un'espansione del prodotto inferiore alla media (grafico III.7, diagramma di sinistra). Un fattore potenziale è costituito dall'accumulo eccessivo di debito da parte delle famiglie, come visto in precedenza<sup>5</sup>. Un altro è la debole attività di investimento e di conseguenza il lento accumulo di capacità produttiva (diagramma di destra).

I segnali recenti di ripresa degli investimenti hanno fatto seguito a una loro protratta debolezza post-crisi nelle economie avanzate e a un rallentamento nelle

Riduzione della crescita del PIL dopo un'espansione trainata dai consumi<sup>1</sup>



Composizione della crescita del PIL in scenari alternativi di espansione trainata dai consumi e da fattori diversi dai consumi, finestra di tre anni



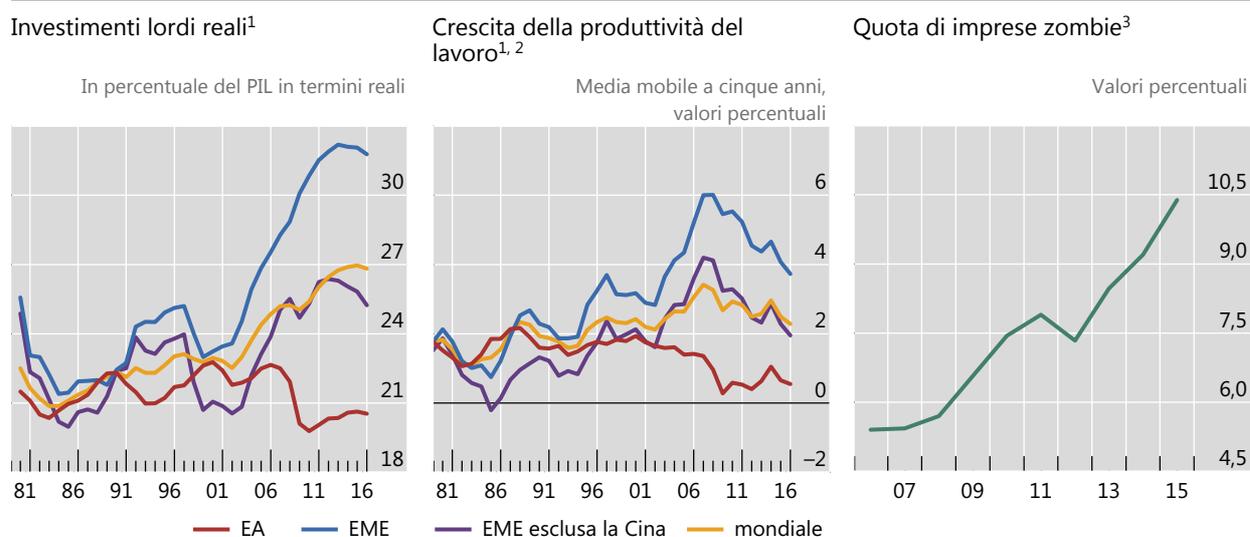
Il campione include 18 economie avanzate maggiori nel periodo 1991-2016. Le fasi di espansione trainata dai consumi vengono definite come periodi di crescente incidenza dei consumi privati sul PIL. Sono esclusi i periodi caratterizzati da tassi di variazione negativi del PIL in termini reali.

<sup>1</sup> Impatto sulla crescita successiva del PIL derivante dall'aggiunta di un ulteriore anno di espansione trainata dai consumi nei tre anni precedenti. Si basa su una serie di regressioni di proiezione locale nelle quali la crescita del PIL su orizzonti diversi viene stimata come funzione della crescita del PIL negli ultimi tre anni e una variabile che conta il numero di anni di espansione trainata dai consumi negli ultimi tre anni. Tutte le stime includono effetti fissi dei diversi paesi e periodi.

Fonti: E. Kharroubi ed E. Kohlscheen, "L'espansione trainata dai consumi", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2017 (versione integrale disponibile solo in inglese); OCSE; BRI; elaborazioni BRI.

EME nel periodo più recente. Nei paesi avanzati il rapporto fra investimenti e PIL in termini reali, che tiene conto delle variazioni del prezzo relativo dei beni di investimento, è diminuito di circa 3 punti percentuali collocandosi appena al di sotto del 20% nel periodo immediatamente successivo alla crisi (grafico III.8, diagramma di sinistra). Il calo ha riflesso in parte la correzione degli investimenti residenziali osservata dopo il boom pre-crisi, ma anche la diminuzione della componente diversa dall'edilizia residenziale. Nelle EME i saggi di investimento sono aumentati durante la crisi, trainati in particolare dalla forte espansione in Cina, ma hanno iniziato a stabilizzarsi dopo il 2013. Hanno agito fattori diversi quali le variazioni sfavorevoli delle ragioni di scambio per gli esportatori di materie prime, il rallentamento dei flussi di investimenti diretti esteri (IDE) verso i paesi non esportatori di prodotti di base e la decelerazione degli investimenti in Cina<sup>6</sup>.

La dinamica più debole degli investimenti negli anni recenti ha coinciso con un rallentamento della produttività. Dal 2007 la crescita della produttività è diminuita sia nelle economie avanzate sia nelle EME (grafico III.8, diagramma centrale). Una possibile determinante di questo calo è costituita dalle persistenti distorsioni nell'allocazione di capitale e lavoro, come riflesso dalla quota crescente di imprese improduttive. Di fatto la quota di imprese economicamente non sostenibili (zombie) – con esborsi per interessi superiori agli utili al lordo di interessi e imposte – è aumentata notevolmente nonostante i livelli insolitamente bassi dei tassi di interesse (diagramma di destra)<sup>7</sup>. Un ulteriore fattore di freno alla produttività sembra sia rappresentato dal ristagnare della diffusione delle nuove tecnologie<sup>8</sup>. Al tempo stesso è probabile che la bassa crescita degli investimenti e la debole dinamica della produttività si rafforzino a vicenda; gli investimenti possono accrescere la produttività



<sup>1</sup> Medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA. <sup>2</sup> Per occupato. <sup>3</sup> Per imprese zombie si intendono le imprese quotate con un rapporto fra gli utili al lordo di interessi e imposte e gli esborsi per interessi inferiore a uno e almeno dieci anni di operatività. Quota mediana di AU, BE, CA, CH, DE, DK, ES, FR, GB, IT, JP, NL, SE e US.

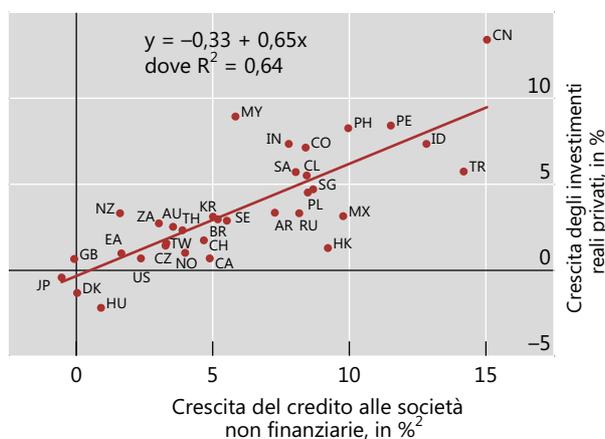
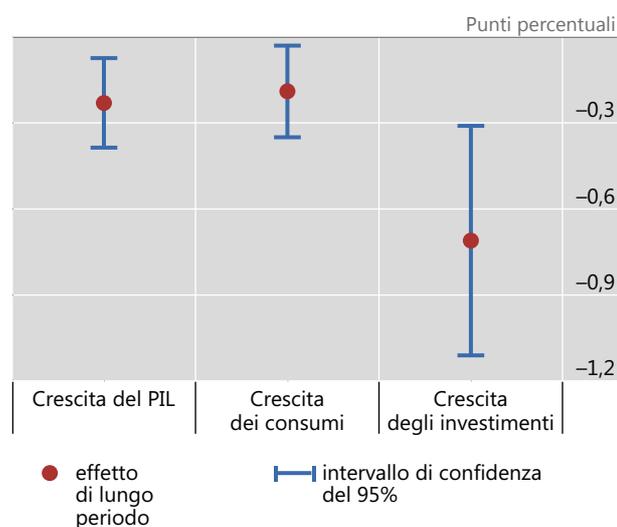
Fonti: banca dati AMECO della Commissione europea; FMI, *World Economic Outlook*; Datastream Worldscope; The Conference Board; elaborazioni BRI.

attraverso l'aumento dell'intensità di capitale e il progresso tecnologico incorporato, mentre la maggiore produttività può far salire la redditività degli investimenti. Una crescita persistentemente debole della produttività potrebbe quindi offuscare le prospettive per gli investimenti a medio termine.

In prospettiva, diversi altri fattori potrebbero pesare sugli investimenti. Uno di questi è già stato ravvisato nell'incertezza sul piano delle politiche economiche, ove dovesse persistere. Un altro è costituito dai cambiamenti demografici. Una crescita più lenta della popolazione dovrebbe indebolire la domanda aggregata, sebbene possa anche accrescere la necessità di investimenti in beni di capitale con risparmio di manodopera per compensare il calo delle forze di lavoro. Un terzo fattore è rappresentato dai livelli elevati di debito delle imprese.

Negli ultimi dieci anni vi è stata una stretta correlazione positiva fra la crescita del credito alle imprese e gli investimenti (grafico III.9, diagramma di sinistra). Un accumulo di debito societario ha finanziato gli investimenti in molte economie, in particolare nelle EME, con tassi di investimento elevati in Cina. L'inversione dei cicli finanziari in questi paesi potrebbe pertanto gravare sugli investimenti.

Come per i consumi, il livello del debito può influire sugli investimenti. Un aumento dei tassi di interesse farebbe salire l'onere debitorio nelle economie contraddistinte da livelli elevati di debito delle imprese. Inoltre, nelle EME con una quota consistente di tale debito denominata in valuta estera, il deprezzamento della moneta locale potrebbe incidere negativamente sugli investimenti. Come indicato in precedenza, un apprezzamento delle valute di finanziamento (e principalmente del dollaro USA) accresce l'onere per il servizio del debito in presenza di disallineamenti valutari e inasprisce le condizioni finanziarie (il canale di assunzione del rischio di tasso di cambio)<sup>9</sup>. L'evidenza empirica sta a indicare che un deprezzamento delle valute delle EME rispetto al dollaro USA esercita una significativa azione di freno sugli

Crescita del credito alle imprese e degli investimenti<sup>1</sup>Impatto di un deprezzamento dell'1% rispetto al dollaro USA nelle EME<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Medie dei paesi per il 2007-2016. Il coefficiente relativo alla pendenza della retta stimata è significativo al livello dell'1%. <sup>2</sup> Credito reale totale (escluso il credito al commercio; deflazionato in base all'indice dei prezzi al consumo) alle imprese non finanziarie del settore privato. Per PE, PH e TW sono utilizzati dati simili. <sup>3</sup> Il diagramma mostra l'impatto di lungo periodo di un deprezzamento dell'1% del tasso di cambio bilaterale con il dollaro USA stimato sulla base di una versione modificata del modello panel in Kearns e Patel (2016):  $\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{j=1}^4 \gamma_j \Delta y_{i,t-j} + \sum_{j=0}^4 \zeta_j \Delta USD_{i,t-j} + \theta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ , dove  $\Delta y$  è la variazione logaritmica del PIL trimestrale (o delle sue componenti: consumi privati e investimenti) e  $\Delta USD$  è la variazione logaritmica del tasso di cambio bilaterale rispetto al dollaro USA. L'insieme delle variabili di controllo  $X$  include la variazione logaritmica del tasso di cambio effettivo nominale, la variazione logaritmica del PIL in termini reali degli Stati Uniti, la variazione del tasso sui federal fund e variabili interne. Le stime sono calcolate su un campione non bilanciato di 21 EME con dati trimestrali per il periodo 1990-2016.

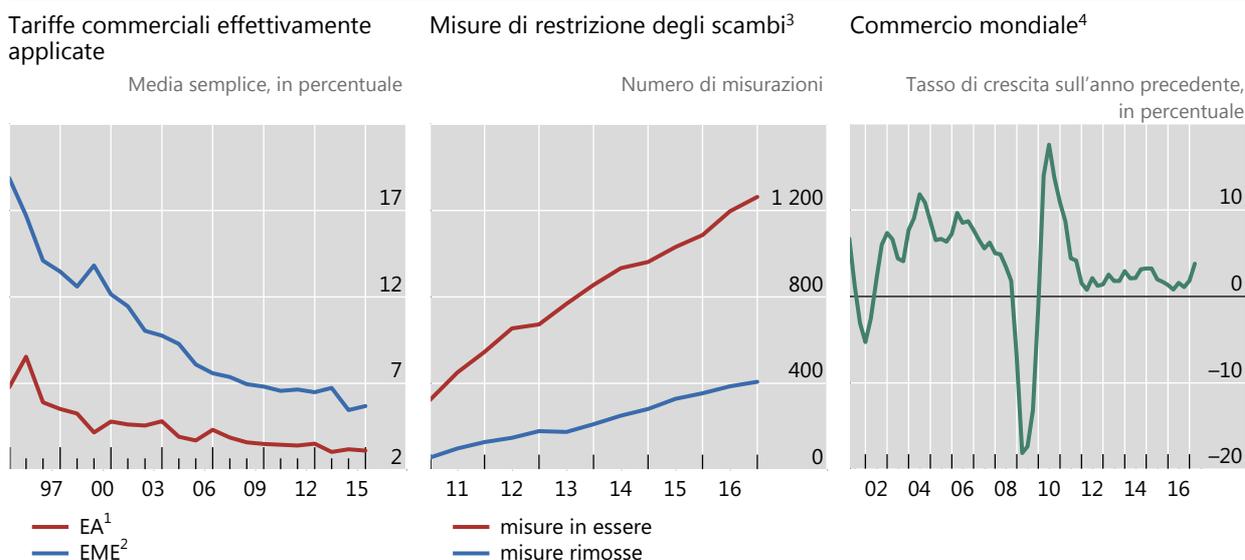
Fonti: J. Kearns e N. Patel "Il canale finanziario dei tassi di cambio compensa il canale commerciale?", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2016 (versione integrale disponibile solo in inglese); FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook*; CEIC; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

investimenti (grafico III.9, diagramma di destra), compensando in larga misura l'impatto positivo esercitato dall'aumento delle esportazioni nette<sup>10</sup>.

## Rischi originanti dal crescente protezionismo

Un rischio più generale per l'espansione in atto è costituito dal protezionismo. La riduzione delle tariffe commerciali complessive si è moderata nel decennio trascorso (grafico III.10, diagramma di sinistra). Inoltre le misure restrittive degli scambi, quali ad esempio la regolamentazione e gli incrementi tariffari mirati, si sono accresciute sostanzialmente dalla fine del 2010 (diagramma centrale). In aggiunta, la maggiore enfasi su provvedimenti che ostacolerebbero il libero scambio posta nei programmi politici nazionali sta a indicare il possibile ulteriore aumento del rischio di protezionismo.

Una crescita del protezionismo si aggiungerebbe ai fattori ciclici e strutturali che hanno frenato il commercio mondiale nel periodo post-crisi (grafico III.10, diagramma di destra e Capitolo VI) e che includono: la debolezza della domanda aggregata, con particolare riferimento agli investimenti delle imprese ad alta intensità di interscambio; ricomposizioni della domanda determinate dal reddito, in particolare dai beni manifatturieri verso i servizi a minore intensità di scambi; la maturazione



<sup>1</sup> AU, CA, CH, JP, NO, NZ e US. <sup>2</sup> BR, CL, CN, CO, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PH, RU, SA, SG, TH, TR e ZA. <sup>3</sup> Numero totale di misure restrittive degli scambi introdotte dalle economie del G20 dal 2008. Il monitoraggio dell'accumulo e della rimozione delle restrizioni è iniziato a fine 2010. <sup>4</sup> Interscambio di merci.

Fonti: Banca mondiale; Organizzazione mondiale del commercio; CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; Datastream; elaborazioni BRI.

dell'economia cinese, che ha sospinto la produzione locale di input intermedi a scapito di quelli importati.

Il protezionismo potrebbe incidere negativamente sulla crescita e il benessere economico attraverso vari canali (Capitolo VI). Uno è il rallentamento della produttività dovuto alla diminuzione della concorrenza e a una divisione più vincolata del lavoro su scala internazionale. Un altro è la minore competitività delle industrie nazionali: gli input provenienti dall'estero diventerebbero più costosi e non sarebbero facilmente sostituibili con quelli nazionali. Inoltre le catene del valore globali (CVG) rappresentano un meccanismo di amplificazione potenzialmente potente. I costi delle barriere commerciali si propagherebbero a livello sia nazionale sia internazionale attraverso le catene produttive (Riquadro III.B).

L'aumento del protezionismo potrebbe altresì esacerbare i rischi per le prospettive a medio termine discussi in precedenza. Nella misura in cui riduce i profitti e i redditi, indebolirebbe i bilanci di imprese e famiglie, minerebbe la capacità di servizio del debito e acuirebbe i rischi connessi al ciclo finanziario. Gli effetti di bilancio potrebbero a loro volta agire da freno sulla domanda mondiale, amplificati dall'incertezza economica e sul piano delle politiche economiche. Il protezionismo potrebbe colpire con particolare intensità gli investimenti delle imprese ad alto contenuto di importazioni e gli IDE, ritardando ulteriormente la diffusione delle tecnologie. Tali effetti sono altresì rilevanti per le economie nelle quali un elevato grado di competitività ha promosso una rapida crescita delle esportazioni e un aumento dei redditi nel passato recente.

## Gli andamenti ciclici favorevoli aprono una finestra di opportunità

Le prospettive favorevoli a breve termine offrono una preziosa occasione per perseguire politiche atte a promuovere una crescita sostenibile nel lungo periodo. La finalità generale di tali politiche sarebbe quella di rafforzare il sentiero di espansione dell'economia e contrastare la tendenza verso un rallentamento della produttività. Un presupposto necessario per raggiungerla è il rafforzamento della resilienza dell'economia, che include la capacità di quest'ultima di far fronte agli shock, contenere l'accumulo di rischi connessi al ciclo finanziario e di altri squilibri finanziari e adattarsi ai cambiamenti strutturali nell'economia mondiale.

Un riequilibrio del policy mix a favore delle politiche strutturali contribuirebbe a rilanciare la produttività e a sostenere la ripresa degli investimenti. Di fatto, il ritmo delle riforme volte ad accrescere la produttività del lavoro sembra essere diminuito considerevolmente nel periodo 2015-16<sup>11</sup>. Ciò contrasta con i progressi lievemente maggiori delle riforme intese a far aumentare il grado di utilizzo della manodopera, come riflesso negli andamenti favorevoli dell'occupazione durante la recente fase di ripresa.

Una serie rilevante di politiche strutturali include misure volte ad accrescere il dinamismo delle imprese. Procedure fallimentari più efficienti possono ridurre le tensioni sulle risorse e la produttività provocate dalle imprese improduttive. Inoltre, l'eliminazione dei vincoli burocratici di natura amministrativa può incoraggiare l'ingresso di imprese produttive.

Anche la politica di bilancio può svolgere un ruolo importante. Essa può sostenere in generale l'aggiustamento strutturale e in particolare le misure volte ad accrescere la capacità dei mercati del lavoro e dei beni e servizi di riallocare le risorse. Inoltre, la composizione della spesa di bilancio potrebbe essere modificata per favorire gli investimenti in capitale sia umano (ad esempio, istruzione) sia fisico (come le infrastrutture). Infine, i sistemi tributari potrebbero essere razionalizzati e resi più favorevoli alla crescita e al miglioramento della capacità di tenuta. Un esempio consiste nello spostare peso dalle imposte dirette a quelle basate sui consumi. Un altro è la riduzione della diffusa distorsione dei sistemi fiscali a favore del debito. Nel valutare tali politiche, è importante riconoscere che in molti paesi il margine per interventi di bilancio è piuttosto limitato a causa degli elevati oneri debitori (tabella A4 dell'Allegato statistico) e che questo segnala l'esigenza di risanamento dei conti pubblici a lungo termine<sup>12</sup>. Inoltre, la normalizzazione dei tassi di interesse potrebbe ridurre ulteriormente tale margine. Ciò suggerisce che modifiche nella composizione di spese e imposte risultano più benefiche di misure che accrescono il disavanzo, specie nelle economie nelle quali il grado di sottoutilizzo della capacità produttiva è contenuto.

## Eccesso di debito delle famiglie e crescita a medio termine

L'indebitamento eccessivo è stata una delle cause profonde delle crisi finanziarie e delle gravi recessioni che ne sono conseguite. Negli ultimi anni l'attenzione si è concentrata sul debito delle famiglie, in quanto l'eccessivo grado di leva di tale settore ha svolto un ruolo di primo piano nella Grande Crisi Finanziaria.

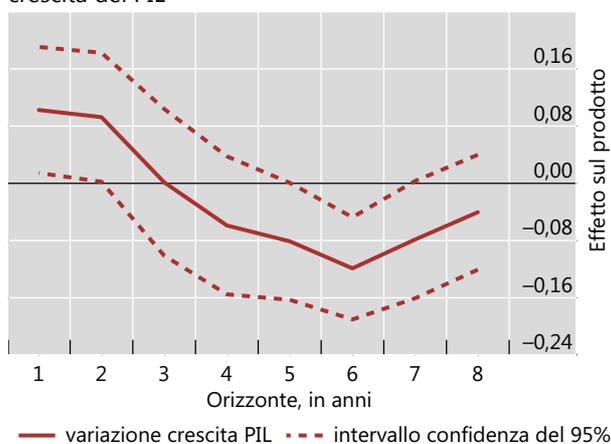
È ampiamente riconosciuto che l'indebitamento delle famiglie costituisce un aspetto importante dell'inclusione finanziaria e può svolgere funzioni economiche utili, ad esempio modulando i consumi nel tempo. D'altra parte, la rapida espansione del credito a tale settore ha costituito una caratteristica preminente delle fasi di boom e bust del ciclo finanziario. Anzitutto un'espansione del debito delle famiglie, o del debito più in generale, superiore a quella del PIL per periodi prolungati costituisce un robusto indicatore di allerta precoce di tensioni finanziarie<sup>1</sup>. Inoltre vi sono sempre maggiori riscontri del fatto che l'indebitamento delle famiglie influisce non soltanto sulla gravità delle recessioni ma anche, più in generale, sulla crescita. In un contributo influente, Mian et al. (di prossima pubblicazione) rilevano che un aumento del rapporto fra debito delle famiglie e PIL agisce da freno sui consumi con un ritardo di diversi anni<sup>2</sup>. Lavori di ricerca della BRI corroborano tale conclusione. Ad esempio Lombardi et al. (2017), basandosi su un campione di 54 paesi avanzati ed emergenti nel periodo 1990-2015, notano che l'espansione dell'indebitamento delle famiglie promuove quella dei consumi e del PIL nel breve periodo, ma non a più lungo termine. Nello specifico, un aumento di un punto percentuale del rapporto tra debito delle famiglie e PIL è associato a una crescita inferiore di 0,1 punti percentuali nel lungo periodo<sup>3</sup>.

### Il servizio del debito può spiegare l'effetto negativo del debito delle famiglie sulla crescita

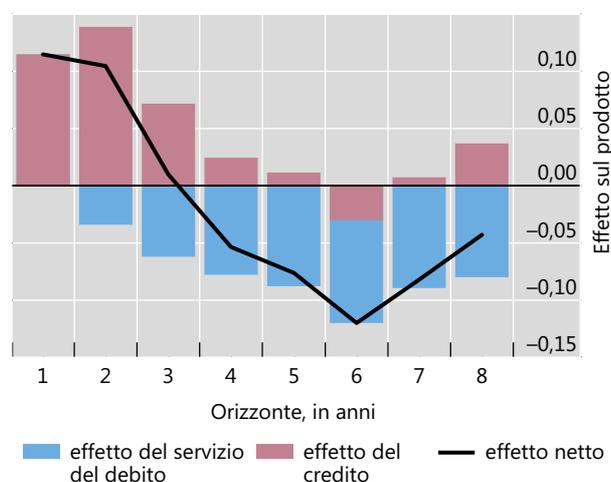
In punti percentuali

Grafico III.A

Impatto dell'eccesso di nuovo indebitamento sulla crescita del PIL<sup>1</sup>



Effetti disaggregati dell'eccesso di nuovo indebitamento<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Proiezione locale per un aumento di un punto percentuale del nuovo indebitamento delle famiglie in rapporto al PIL. Il modello tiene conto del ritardo della crescita del PIL in termini reali, del tasso di interesse reale del mercato monetario, della variazione del tasso di interesse medio pagato dalle famiglie sullo stock di debito, del differenziale tra il prime rate e il tasso del mercato monetario a breve termine, dei prezzi reali degli immobili residenziali, di variabili dummy per le crisi finanziarie, di una dummy per la Grande Crisi Finanziaria del 2009 e degli effetti fissi dei diversi paesi. <sup>2</sup> L'effetto netto è la proiezione locale come nel diagramma di sinistra. L'effetto del servizio del debito è calcolato proiettando l'indebitamento delle famiglie sul servizio del debito futuro e poi calcolando come questo livello di servizio del debito previsto influisce sul PIL futuro. L'effetto del credito è semplicemente la differenza tra i due (per una trattazione dettagliata dell'approccio metodologico, cfr. Drehmann et al. (2017)).

Fonte: M. Drehmann, M. Juselius e A. Korinek, "Accounting for debt service: the painful legacy of credit booms", *BIS Working Papers*, n. 645, giugno 2017.

Drehmann et al. (2017) fanno luce su un possibile meccanismo alla base di queste regolarità empiriche. Quando le famiglie contraggono prestiti a lunga scadenza, accrescono la loro capacità di spesa corrente ma si impegnano verso un percorso predeterminato di servizio futuro del debito (pagamento di interessi e rimborso di capitale)<sup>④</sup>. Un quadro semplice rileva questa relazione contabile evidenziando due caratteristiche fondamentali. Anzitutto, se l'indebitamento registra una crescita persistente per diversi anni e il debito è – come avviene di solito – a lungo termine, l'onere debitorio raggiunge il suo massimo solo dopo il picco dei nuovi prestiti. Il ritardo può essere di vari anni e aumentare con la scadenza del debito e il grado di persistenza dell'indebitamento. In secondo luogo, i flussi di cassa dai prestatori ai mutuatari raggiungono un punto di massimo prima del picco dei nuovi prestiti. Essi diventano negativi prima della fine di un boom del credito, poiché il flusso di cassa positivo derivante dai nuovi prestiti è sempre più compensato da quello negativo proveniente dall'aumento dell'onere per il servizio del debito.

A livello empirico, queste semplici relazioni contabili indicano l'esistenza di un canale di trasmissione attraverso il quale un'eccessiva espansione del credito determina perdite di prodotto future. In particolare, usando un campione di 17 economie per lo più avanzate dal 1980 al 2016, Drehmann et al. (2017) mostrano che un aumento dei nuovi prestiti in rapporto al PIL superiore ai parametri storici stimola mediamente la crescita del prodotto nel breve periodo ma la deprime a medio termine (grafico III.A, diagramma di sinistra e linea nera nel diagramma di destra). Come mostra il quadro contabile, l'aumento dei nuovi prestiti fa salire l'onere per il servizio del debito. Poiché un onere maggiore esercita in prospettiva un forte effetto negativo sul prodotto, tale canale spiega quasi interamente la moderazione della crescita a medio termine (barre blu, diagramma di destra). Tuttavia, gli effetti negativi di un'elevata espansione del credito nel medio periodo non sono incondizionati. Se le famiglie inizialmente presentano un basso onere per il servizio del debito, i nuovi prestiti continuano a esercitare un impatto positivo a breve termine senza significativi effetti sfavorevoli più avanti. Ciò indica ad esempio la possibilità di un margine per una finanziarizzazione vantaggiosa nei paesi in cui le famiglie non sono ancora sottoposte a pressioni.

Gli effetti negativi di una crescita eccessiva del credito possono essere altresì amplificati dalla reazione dell'economia sul lato dell'offerta. Ad esempio, la maggiore disponibilità delle banche a concedere mutui può determinare un boom insostenibile del mercato delle abitazioni e un eccesso di investimenti nel settore delle costruzioni, che può spiazzare le opportunità di investimento nei settori caratterizzati da una maggiore produttività. Borio et al. (2016) segnalano per esempio riscontri del fatto che i boom del credito sono di norma accompagnati da un'errata allocazione delle risorse – in particolare verso il settore delle costruzioni – e da un rallentamento della produttività, con effetti negativi durevoli sull'economia reale<sup>⑤</sup>.

<sup>①</sup> Cfr. ad esempio C. Borio e P. Lowe, "Come valutare il rischio di crisi bancarie", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2002 (versione integrale disponibile solo in inglese); o M. Schularick e A. Taylor, "Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870-2008", *American Economic Review*, vol. 102, n. 2, aprile 2012, pagg. 1029-1061. <sup>②</sup> Cfr. A. Mian, A. Sufi ed E. Verner, "Household debt and business cycles worldwide", *Quarterly Journal of Economics*, di prossima pubblicazione. <sup>③</sup> Cfr. M. Lombardi, M. Mohanty e I. Shim, "The real effects of household debt in the short and long run", *BIS Working Papers*, n. 607, gennaio 2017. <sup>④</sup> Cfr. M. Drehmann, M. Juselius e A. Korinek, "Accounting for debt service: the painful legacy of credit booms", *BIS Working Papers*, n. 645, giugno 2017. <sup>⑤</sup> Cfr. C. Borio, E. Kharroubi, C. Upper e F. Zampolli, "Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences", *BIS Working Papers*, n. 534, gennaio 2016.

## La sensibilità dei costi di produzione negli Stati Uniti alle tariffe sulle importazioni dalla Cina e dal Messico

Le barriere agli scambi possono ridurre la competitività delle industrie nazionali in quanto i mezzi di produzione (input) provenienti dall'estero diventano più costosi e le imprese non sono in grado di sostituirli facilmente. Inoltre, nella rete mondiale degli scambi di input-output, le tariffe rivolte a particolari partner commerciali inevitabilmente colpiscono anche altre economie che forniscono loro mezzi di produzione.

La propagazione delle misure protezionistiche attraverso le catene del valore globali può essere illustrata (grafico III.B, diagramma di sinistra) con l'esempio teorico di uno shock ai costi di produzione settoriale negli Stati Uniti derivante da un'ipotetica tariffa del 10% sulle importazioni provenienti da Cina e Messico.

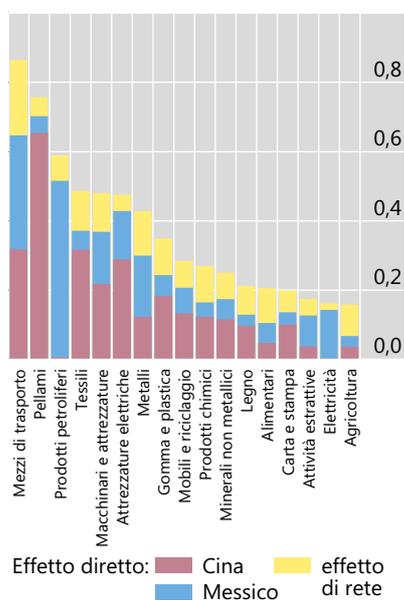
Entrano in gioco effetti sia diretti sia indiretti. I primi derivano dai collegamenti bilaterali (grafico III.B, barre rosse e blu nel diagramma di sinistra): se ad esempio il 10% del costo di una determinata industria fosse dovuto a input provenienti dal Messico, un dazio all'importazione del 10% accrescerebbe i costi di produzione totali dell'1%. Gli effetti indiretti consistono nell'impatto sul resto della rete di produzione, in quanto i settori statunitensi acquistano gli uni dagli altri e dal resto del mondo (barre gialle nel diagramma di sinistra). Per esempio, se una tariffa fa salire il costo delle importazioni di petrolio dal Messico, negli Stati Uniti crescono i costi di produzione di beni – quali i prodotti chimici o la plastica – che utilizzano il petrolio come input. Inoltre la tariffa avrebbe altresì effetti di ordine superiore attraverso i nodi successivi della catena produttiva in un contesto in cui i prodotti chimici e la plastica sono a loro volta utilizzati come input per la produzione.

### Impatto di una tariffa del 10% sulle importazioni statunitensi da Cina e Messico

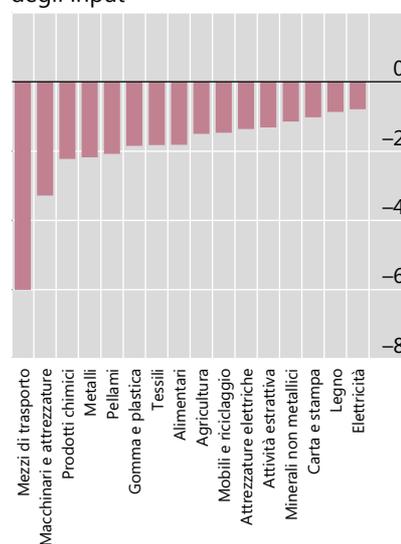
In percentuale

Grafico III.B

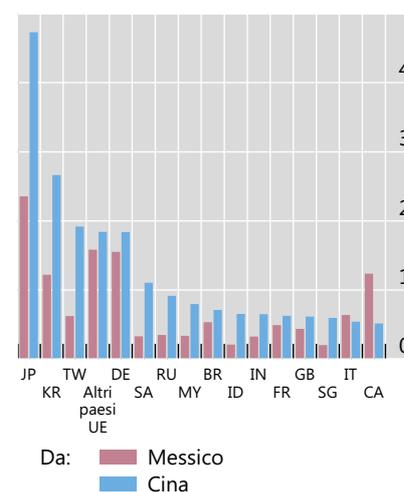
Shock di costo per l'industria statunitense derivante dall'imposizione di una tariffa<sup>1</sup>



Calo del costo del lavoro settoriale statunitense necessario per compensare l'aumento dei prezzi degli input<sup>2</sup>



Origine del valore aggiunto incorporato nelle esportazioni<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Impatto diretto ed effetti di ordine superiore sui costi di produzione settoriale negli Stati Uniti derivanti dall'imposizione di una tariffa del 10% sulle importazioni da Cina e Messico. <sup>2</sup> Pari al negativo dell'impatto totale (cfr. diagramma di sinistra) diviso per la quota di manodopera settoriale statunitense. <sup>3</sup> Origine del valore aggiunto come calcolato nella banca dati TIVA dell'OCSE.

Fonti: R. Auer, A. Levchenko e P. Sauré, "International inflation spillovers through input linkages", *BIS Working Papers*, n. 623, aprile 2017; banca dati World Input-Output, Socio-economic Accounts; banca dati TIVA dell'OCSE; elaborazioni BRI.

Nell'insieme, la simulazione rileva una sensibilità relativamente elevata dei costi di produzione statunitensi alle tariffe sulle importazioni dal Messico o dalla Cina. Al fine di contestualizzare i risultanti shock di costo, il diagramma centrale del grafico III.B mostra la riduzione dei salari che sarebbe necessaria negli Stati Uniti per compensare interamente i costi crescenti degli input importati. Per esempio, tali tariffe farebbero salire dello 0,86% i costi nel settore dei trasporti statunitense. Per controbilanciare l'intero aumento, il costo del lavoro statunitense dovrebbe diminuire di circa il 6%, ovvero  $0,86\% - 6\% * 0,14 \approx 0$ , dove 0,14 è la quota di costo della manodopera nel settore dei mezzi di trasporto degli Stati Uniti.

Anche i paesi terzi sarebbero interessati. Il Messico e la Cina costituiscono importanti punti di accesso dei beni intermedi, che sono sottoposti a ulteriore trasformazione e poi spediti negli Stati Uniti. Il diagramma di destra del grafico III.B riporta la quota di valore aggiunto estero incorporata nelle esportazioni dal Messico (barre rosse) e dalla Cina (barre blu) per origine. Ad esempio, i beni e servizi intermedi provenienti dal Giappone rappresentano il 2,4% del valore delle esportazioni messicane e il 4,7% di quelle cinesi. Se le esportazioni di Cina o Messico diminuissero di \$1 miliardo, la domanda di input giapponesi scenderebbe rispettivamente di \$47 e 24 milioni.

## Note di chiusura

- <sup>1</sup> La misura migliore dei cicli finanziari è costituita dal comovimento di una serie ampia di variabili finanziarie. La rappresentazione più parsimoniosa è tuttavia in termini di credito e prezzi degli immobili, in un contesto in cui i secondi anticipano di norma il primo attorno ai punti di svolta del ciclo. Per un ulteriore approfondimento, cfr. BRI, 84<sup>a</sup> *Relazione annuale*, Capitolo IV.
- <sup>2</sup> Cfr. M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates", *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n. 4, 2011, pagg 189-240; M. Drehmann e M. Juselius, "I costi per il servizio del debito influiscono sulla stabilità macroeconomica e finanziaria?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012 (versione integrale disponibile solo in inglese).
- <sup>3</sup> Il livello mediano del rapporto fra il debito in valuta e il PIL prima delle crisi finanziarie nelle principali EME dagli anni novanta è stato di circa il 21%, con un intervallo interquartile compreso fra il 14 e il 26%.
- <sup>4</sup> In questo caso viene utilizzata come riferimento la media di lungo periodo poiché i DSR sono un processo stazionario, ovvero tendono a riconvergere verso i propri valori medi. Cfr. M. Juselius e M. Drehmann, "Leverage dynamics and the real burden of debt", *BIS Working Papers*, n. 501, maggio 2015.
- <sup>5</sup> Cfr. anche A. Mian, A. Sufi e E. Verner, "Household debt and business cycles worldwide", *Quarterly Journal of Economics*, di prossima pubblicazione.
- <sup>6</sup> Per un'analisi dettagliata della decelerazione degli investimenti nelle EME e delle implicazioni di tale andamento, cfr. Banca mondiale, "Weak investment in uncertain times", *Global Economic Prospects*, gennaio 2017.
- <sup>7</sup> Cfr. anche M. Adalet McGowan, D. Andrews e V. Millot, "The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1372, gennaio 2017. Per maggiori riscontri dell'effetto esercitato dalle distorsioni nell'allocazione delle risorse sulla crescita della produttività nel periodo post-crisi, cfr. C. Borio, E. Kharroubi, C. Upper e F. Zampolli, "Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences", *BIS Working Papers*, n. 534, gennaio 2016; e G. Adler, R. Duval, D. Furceri, S. Kiliç Çelik, K. Koloskova e M. Poplawski-Ribeiro, "Gone with the headwinds: global productivity", *IMF Staff Discussion Note*, n. 17/04, aprile 2017.
- <sup>8</sup> Per evidenze connesse al ristagno nella diffusione delle tecnologie, cfr. D. Andrews, C. Criscuolo e P. Gal, "Frontier firms, technology diffusion and public policy: micro evidence from OECD countries", *OECD Productivity Working Papers*, n. 2, novembre 2015.
- <sup>9</sup> Per una panoramica dei meccanismi che operano attraverso i flussi bancari e il finanziamento sul mercato dei capitali, rispettivamente, cfr. V. Bruno e H. S. Shin, "Global dollar credit and carry trades: a firm level analysis", *BIS Working Papers*, n. 510, agosto 2015; B. Hofmann, I. Shim e H. S. Shin, "Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation", *BIS Working Papers*, n. 538, gennaio 2016, rivisto a maggio 2017.
- <sup>10</sup> Per un'analisi più dettagliata dell'impatto esercitato dai movimenti valutari sull'attività economica, cfr. J. Kearns e N. Patel, "Il canale finanziario dei tassi di cambio compensa il canale commerciale?", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2016 (versione integrale disponibile solo in inglese).
- <sup>11</sup> Cfr. OCSE, *Economic policy reforms 2017: going for growth*, marzo 2017.
- <sup>12</sup> Cfr. BRI, 86<sup>a</sup> *Relazione annuale*, giugno 2016, pagg. 119-121.