

VI. Comprendere la globalizzazione

Negli ultimi cinquant'anni la globalizzazione ha avuto un impatto profondamente positivo sulla vita delle persone. Ciò nondimeno, nonostante i suoi sostanziali benefici, è stata ritenuta responsabile di molti dei difetti dell'economia e della società moderna. La globalizzazione è stata oggetto di critiche più severe di quelle che sono state rivolte all'innovazione tecnologica e ad altre tendenze di lungo periodo che potenzialmente hanno avuto conseguenze ancora più profonde. Questo capitolo racconta come l'accresciuta globalizzazione economica – con il rafforzamento del commercio e dell'integrazione finanziaria – abbia contribuito a un notevole miglioramento del tenore di vita. I costi di aggiustamento e i rischi finanziari devono essere gestiti con attenzione ma non giustificano una contestazione della globalizzazione¹.

Il commercio e l'apertura finanziaria sono profondamente simbiotici. L'integrazione commerciale non solo fa affidamento sui legami finanziari ma li genera. Le banche che svolgono operazioni internazionali sostengono il credito al commercio e accompagnano i loro clienti nei mercati esteri. Le negoziazioni denominate in valuta estera possono richiedere una copertura, dato che le controparti accumulano posizioni internazionali. Le società possono costituire capacità in un paese straniero che ha una competenza attrattiva o una base di risorse ai fini dell'esportazione. La gestione delle posizioni finanziarie attive e passive costituite tramite il commercio stimola la creazione di legami finanziari più profondi, fra cui il commercio internazionale di servizi finanziari.

La maggiore integrazione economica a livello mondiale è stata ampiamente vantaggiosa. La globalizzazione è stata funzionale all'innalzamento del tenore di vita e ha contribuito a far uscire dalla povertà buona parte della popolazione mondiale. L'apertura commerciale ha permesso di migliorare notevolmente l'efficacia produttiva e le opportunità di consumo. L'apertura finanziaria, oltre a sostenere il commercio internazionale, offre nuove possibilità per la diversificazione dei rischi e per il conseguimento di rendimenti più elevati. Rende anche i finanziamenti più velocemente disponibili e facilita il trasferimento di conoscenze e di competenze tra diversi paesi.

La globalizzazione ha anche posto alcune sfide che sono ben note. I benefici derivanti dal commercio non sono stati distribuiti in modo uniforme a livello nazionale e le politiche interne non sono sempre riuscite a risolvere i problemi di coloro che non ne avevano beneficiato. Il necessario aggiustamento strutturale ha richiesto più tempo ed è risultato essere meno completo del previsto. Inoltre, se non è gestita in modo adeguato, la globalizzazione finanziaria può contribuire al rischio di instabilità, così come nel caso della liberalizzazione finanziaria nazionale. E, anche attraverso l'instabilità finanziaria, può accrescere le disuguaglianze. Ma la globalizzazione è spesso stata usata anche come capro espiatorio. In particolare, è stato ampiamente dimostrato che la globalizzazione non è la principale responsabile del concomitante aumento delle disuguaglianze all'interno dei paesi.

Cercare di invertire il processo di globalizzazione non sarebbe la risposta giusta alle sfide attuali. La globalizzazione, come l'innovazione tecnologica, è stata parte integrante dello sviluppo economico. In quanto tale, dovrebbe essere disciplinata e gestita in modo appropriato. I paesi possono attuare politiche nazionali che rafforzino la resilienza, come quelle volte a migliorare la flessibilità dei mercati dei prodotti e

del lavoro e quelle che migliorano l'adattabilità, come i programmi di riqualificazione professionale. Il fatto che vi siano strette connessioni tra paesi implica che le politiche e le azioni di ciascuno di essi hanno inevitabilmente un impatto sugli altri. Di conseguenza, la cooperazione internazionale deve affiancare le politiche nazionali. In particolare, un quadro regolamentare mondiale dovrebbe essere la base per un sistema finanziario internazionale solido e resiliente.

Questo capitolo illustra innanzitutto la profonda interconnessione dell'apertura commerciale e finanziaria e delinea uno schema stilizzato per l'analisi della globalizzazione. Traccia poi il percorso della globalizzazione da una prospettiva storica, partendo dalla sua "prima ondata" fino alla Prima guerra mondiale, passando per l'"inversione di tendenza" del periodo tra le due guerre, per arrivare alla "seconda ondata" del secondo dopoguerra. Il capitolo mostra come le recenti teorizzazioni in merito all'esistenza di un "picco della globalizzazione" siano fuorvianti. Analizza inoltre l'evoluzione della struttura del commercio e dell'integrazione finanziaria durante la seconda ondata. Tratta altresì dell'impatto della globalizzazione sul benessere economico, sottolineando come essa contribuisca alla crescita sostanziale dei redditi e al netto calo della povertà nonché dei rischi di stabilità finanziaria associati all'apertura finanziaria. La sezione finale del capitolo traccia alcune conclusioni, analizzando come le misure delle politiche possano accrescere ulteriormente i benefici della globalizzazione e minimizzare i costi di aggiustamento.

Interconnessioni delle aperture commerciale e finanziaria

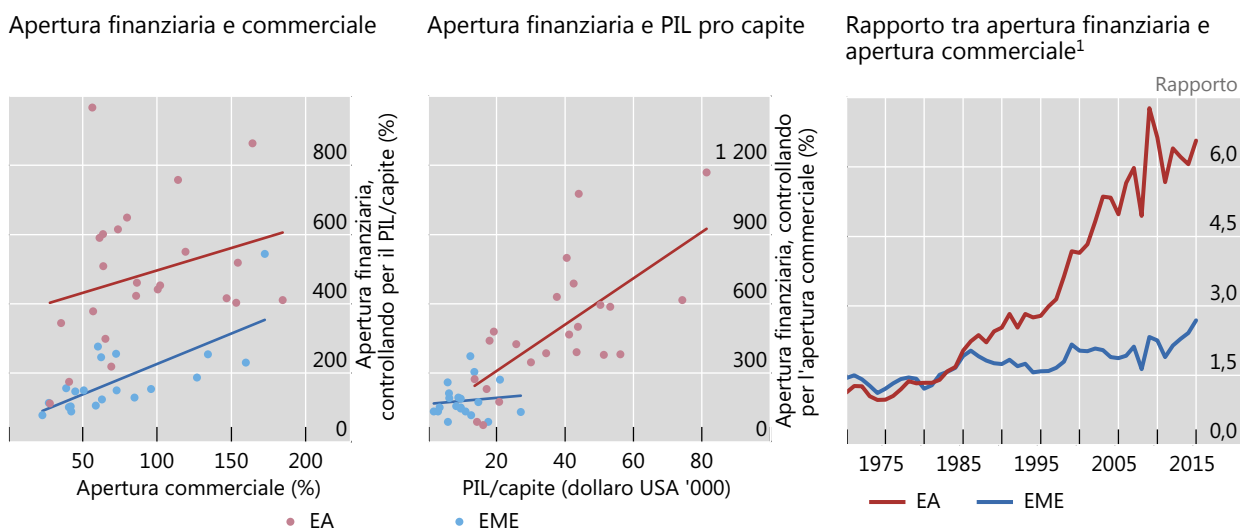
L'apertura commerciale e quella finanziaria a livello internazionale non possono essere disgiunte. Il commercio è facilitato dai collegamenti finanziari, come i pagamenti e i prestiti internazionali, e a sua volta ne crea, come l'accumulazione di attività e passività a livello internazionale. Di conseguenza, non sorprende che i paesi più aperti in termini commerciali tendano ad avere anche una maggiore apertura finanziaria (grafico VI.1, diagramma di sinistra).

Tuttavia, la relazione tra l'apertura reale e finanziaria evolve con il grado di integrazione e di sviluppo. Da un punto di vista concettuale, si può pensare a tre strati di globalizzazione. Il primo strato, il più basilare, è costituito dal commercio di materie prime e prodotti finiti e dai corrispondenti collegamenti finanziari internazionali semplici, come i pagamenti transfrontalieri. Nel secondo strato troviamo relazioni commerciali e connessioni finanziarie più complesse, tra cui il commercio di beni e servizi intermedi derivanti dalla frammentazione della produzione in base all'efficienza dei paesi e dei corrispondenti sistemi di finanziamento. Il terzo strato riguarda l'utilizzo sempre più frequente delle transazioni finanziarie sempre più utilizzate per gestire attivamente le posizioni di bilancio. Queste posizioni includono le consistenze di attività e passività e le esposizioni in generale, create dai due primi strati, nonché l'allocazione e la diversificazione dei risparmi, non necessariamente legati al commercio. Il terzo strato introduce quindi una separazione tra l'apertura reale e finanziaria.

I legami più immediati tra l'apertura commerciale e finanziaria si hanno nel primo strato di globalizzazione. In questo strato il commercio è trainato principalmente dalle dotazioni di risorse naturali ed è direttamente sostenuto da una gamma di servizi finanziari internazionali. Il commercio si realizza tramite pagamenti internazionali, che includono quasi sempre contrattazioni valutarie. I pagamenti commerciali sono generalmente denominati in una valuta internazionale piuttosto

L'apertura finanziaria aumenta di pari passo con l'incremento dell'apertura commerciale e del PIL pro capite

Grafico VI.1



Apertura finanziaria = (attività + passività estere)/PIL; apertura commerciale = (esportazioni + importazioni)/PIL; apertura finanziaria controllando per il PIL/capite (per l'apertura commerciale) = apertura finanziaria meno la parte relativa al PIL /capite depurato della media (all'apertura commerciale depurata della media) in caso di regressione dell'apertura finanziaria sul PIL/capite e l'apertura commerciale.

AE = AT, AU, BE, CA, CH, DE, DK, EE, ES, FI, FR, GB, GR, IT, JP, LT, LV, NO, PT, SE, SI, SK e US; EME = AR, BR, CL, CN, CO, CZ, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PH, PL, RU, SA, TH, TR e ZA.

¹ Mediana tra i paesi elencati in ogni gruppo eccetto CH, CN, CZ, EE, HU, KR, LT, LV, PL, PT, RU, SI e SK.

Fonti: Lane e Milesi-Ferretti (2017); Banca mondiale; elaborazioni BRI.

che in quella dell'esportatore o dell'importatore: circa metà di tutti gli scambi internazionali è fatturato in dollari USA e quasi un quarto in euro (anche escludendo, rispettivamente, il commercio degli Stati Uniti e dei paesi dell'area dell'euro)². Inoltre, dato che, a causa dei tempi di spedizione e del processo doganale, le transazioni internazionali necessitano di tempo per essere finalizzate, esse richiedono un finanziamento supplementare. Il finanziamento commerciale delle banche facilita circa un terzo del commercio internazionale; tra un quarto e un terzo di esso è ascrivibile alle grandi banche internazionali³. Le lettere di credito, tramite le quali una banca garantisce il pagamento alla consegna dei beni, costituiscono circa un sesto degli scambi.

Nel secondo strato di globalizzazione, i collegamenti finanziari internazionali supportano una specializzazione di grado più elevato del commercio e della produzione, in particolare per quanto riguarda il commercio di beni intermedi. La produzione può avvenire tramite la detenzione di attività operative estere costituite da investimenti diretti esteri (IDE), l'esternalizzazione verso società estere o una produzione segmentata in una catena di valore mondiale (CVM). Questo tipo più complesso di commercio può essere accompagnato dalla crescita di aziende multinazionali, che forniscono numerosi mercati spesso attraverso affiliate estere che si occupano della produzione mentre la ricerca e lo sviluppo rimangono nella casa madre⁴. Questa struttura produttiva, più intricata, richiede un finanziamento maggiore e spesso più complesso. Gli investimenti collegati alle CVM possono richiedere finanziamenti transfrontalieri, spesso in valuta estera. E catene di produzione più lunghe potrebbero implicare più capitale circolante e maggiori esposizioni in valuta estera⁵. La finanza può promuovere il commercio riducendo

questi rischi, per esempio attraverso i derivati o l'erogazione di prestiti in valuta estera per compensare i flussi di reddito corrispondenti.

Il terzo strato di globalizzazione è caratterizzato da legami finanziari intricati condotti unicamente a scopi finanziari. Questo strato si basa sugli altri due in quanto gli scambi hanno generato le consistenze di attività e passività che devono essere gestite finanziariamente. Più in generale, la domanda e l'offerta di prodotti e servizi finanziari più sofisticati aumenta con la ricchezza delle aziende e delle famiglie. In un certo verso, contribuendo all'incremento della crescita del reddito, il commercio sostiene anche il terzo strato di globalizzazione. L'apertura finanziaria tende ad aumentare marcatamente parallelamente ai livelli di reddito (grafico VI.1, diagramma centrale). Tuttavia le posizioni estere attive e passive lorde aumentano molto di più delle posizioni nette, il che rivela la natura più indipendente dei legami finanziari: l'apertura finanziaria ha sostanzialmente sopravanzato quella reale a partire dalla fine degli anni ottanta, in particolare nelle economie avanzate (grafico VI.1, diagramma di destra).

I tre strati hanno alcuni punti in comune. Uno è l'uso delle valute internazionali. Il dollaro USA, valuta internazionale dominante, non è usato per denominare solo circa la metà degli scambi, ma anche approssimativamente metà degli impieghi bancari transfrontalieri e più del 60% delle attività in valuta estera delle banche centrali e figura nel 90% delle transazioni valutarie. Di conseguenza, il dollaro gioca un ruolo centrale nel determinare le condizioni finanziarie mondiali (cfr. anche il Capitolo V). Un altro elemento in comune è costituito dalla presenza di istituzioni finanziarie attive a livello internazionale che operano in molti paesi di diversi continenti. Attraverso la loro presenza internazionale e la loro sofisticatezza, esse facilitano il trasferimento internazionale dei rischi di finanziamento e finanziari. I bilanci gestiti a livello consolidato creano stretti legami finanziari internazionali.

L'evoluzione della globalizzazione

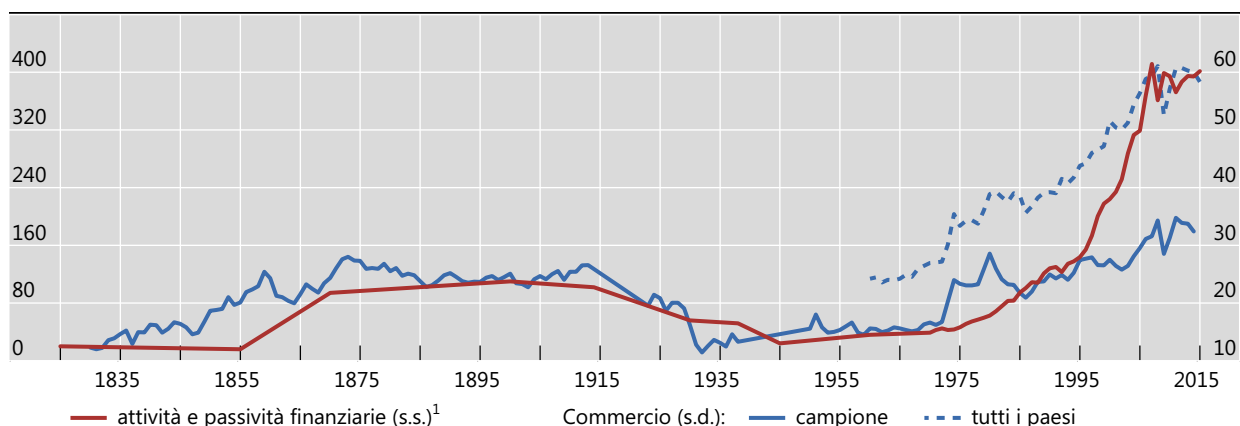
Durante la prima ondata di globalizzazione, che è poi terminata con la Prima guerra mondiale e la Grande Depressione, vi è stato un sostanziale aumento delle connessioni transfrontaliere reali e finanziarie. L'apertura commerciale per le principali economie dell'epoca, calcolata come rapporto tra le importazioni più le esportazioni e il PIL, è più che raddoppiata dall'inizio dell'Ottocento, per avvicinarsi al 30% all'inizio del Novecento (grafico VI.2)⁶. La crescita dell'apertura finanziaria, misurata prendendo in considerazione i portafogli di investimento in mano agli stranieri come quota del PIL, è stata altrettanto marcata, in particolare per quanto riguarda i flussi di capitale verso le colonie. Tuttavia la prima ondata di globalizzazione è stata relativamente semplice: la maggior parte delle transazioni è avvenuta nel primo o nel secondo strato. Come il suo sviluppo, anche la fine della prima ondata di globalizzazione è stata degna di nota, marcata dalla forte e quasi totale inversione di tendenza del periodo tra le due guerre. Molti fattori hanno contribuito a questo declino, non ultimo un protezionismo crescente, a cui è riconducibile circa la metà del calo del commercio mondiale durante la Grande Depressione⁷.

La seconda ondata di globalizzazione, che ha avuto inizio dopo la Seconda guerra mondiale, ha di gran lunga superato la prima. Con l'aumento degli scambi tra i paesi e quello del numero di paesi commercialmente attivi, l'apertura commerciale ha oltrepassato i suoi massimi del periodo precedente alla guerra. Per il mondo nel

La seconda ondata di globalizzazione economica supera la prima

In percentuale del PIL nazionale campione

Grafico VI.2



¹ Prima del 1970, calcolato moltiplicando per due le attività finanziarie esterne.

Fonti: Federico e Tena-Junguito (2017); Lane e Milesi-Ferretti (2017); Obstfeld e Taylor (2004); dati della Federal Reserve sui flussi di fondi; FMI, *Balance of Payments Statistics*; Banca mondiale; Department of the Treasury statunitense; analisi del McKinsey Global Institute; elaborazioni BRI.

suo insieme, l'apertura commerciale è raddoppiata a partire dal 1960 (grafico VI.2). I miglioramenti dei trasporti e delle comunicazioni hanno nuovamente giocato un ruolo importante, ma la liberalizzazione del commercio è stata un fattore molto più importante che nella prima ondata⁸. Nei vent'anni prima del 2005, la crescita del commercio è stata particolarmente rapida: la Cina e i paesi dell'ex blocco comunista sono rientrati nel commercio internazionale e il secondo strato di globalizzazione si è espanso velocemente. La specializzazione tramite la divisione delle fasi di produzione al di là dei confini nazionali ha avuto come risultato l'espansione senza precedenti delle CVM.

L'apertura finanziaria è aumentata di pari passo con l'apertura commerciale in entrambe le ondate, ma in modo molto più marcato nella seconda. Le stime disponibili, sebbene alquanto imperfette, suggeriscono che l'apertura finanziaria è triplicata rispetto al suo massimo del periodo precedente alla guerra. Le attività e le passività finanziarie esterne sono salite da circa il 36% del PIL nel 1960 a circa il 400% (\$293 000 miliardi) nel 2015.

La veloce espansione dell'apertura finanziaria a partire da metà degli anni novanta ha riguardato principalmente le economie avanzate. Rispetto al PIL, le posizioni esterne delle economie avanzate e delle economie emergenti (EME) sono state approssimativamente uguali fino ai primi anni novanta. Da allora, le attività e le passività finanziarie transfrontaliere delle economie avanzate sono balzate da circa il 135% a oltre il 570% del PIL. Al contrario, l'incremento registrato per le EME nello stesso periodo è stato più modesto, da circa il 100% al 180% del PIL.

Commercio

La natura del commercio è molto cambiata durante la seconda ondata di globalizzazione. Lo sviluppo economico, un maggiore accesso al mercato e il miglioramento dei trasporti e delle tecnologie di informazione e comunicazione hanno permesso di ampliare la gamma dei prodotti scambiati. Cinquanta anni fa le dotazioni di risorse naturali erano una determinante importante dei flussi

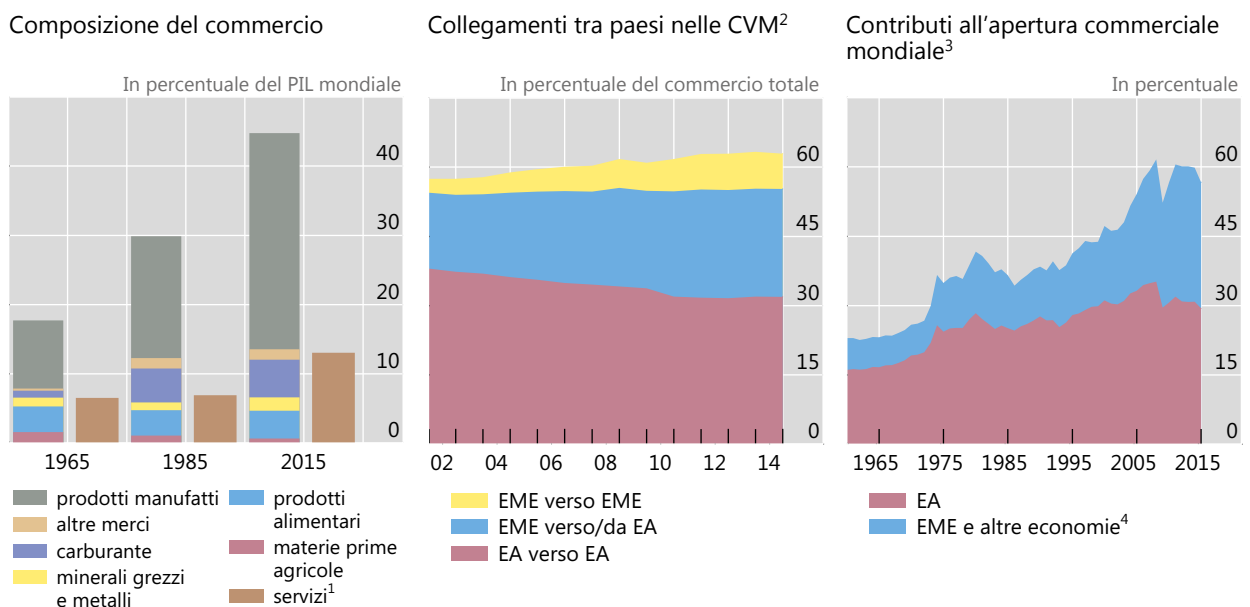
commerciali e la maggior parte degli scambi avvenivano nel primo strato di globalizzazione. Oggi la localizzazione della manodopera qualificata e non qualificata e le relative competenze è diventata più importante e il secondo strato di globalizzazione è ormai predominante. Nei primi anni sessanta i prodotti alimentari costituivano quasi un quarto dei beni scambiati mentre oggi rappresentano meno del 10% (grafico VI.3, diagramma di sinistra). Allo stesso modo, vi sono stati pochi cambiamenti nella quota degli scambi di carburante, metalli e minerali grezzi rispetto al PIL, eccetto le grandi oscillazioni dei prezzi. Al contrario, gli scambi di servizi, compresi quelli finanziari, sono aumentati negli ultimi trent'anni, passando dal 7 al 13% del PIL mondiale. E sino ad ora il più grande cambiamento riguarda la crescita del commercio di beni manufatti, che rappresentano oggi più della metà del commercio mondiale.

Le CVM sono state una determinante chiave della crescita commerciale, specialmente per quanto riguarda i beni manufatti, grazie ai miglioramenti in termini di accesso al mercato, trasporti e tecnologia⁹. Il processo è iniziato a metà degli anni ottanta, quando si è cominciato sempre di più a localizzare in paesi diversi compiti richiedenti un'elevata o una bassa qualificazione. Di conseguenza, gli scambi di beni e servizi intermedi rappresentano oggi quasi i due terzi del commercio mondiale totale.

La partecipazione delle EME nelle CVM è cresciuta nettamente. Nel 2014, le EME figuravano in metà del commercio attraverso CVM, calcolato mediante gli scambi di beni e servizi intermedi, in aumento rispetto a circa un terzo del 2001 (grafico VI.3, diagramma centrale). La quota di commercio che coinvolge le CVM tra le EME è più che duplicata. La Cina, da sola, è ora responsabile del 19% delle CVM, in crescita

Con il maggior coinvolgimento delle EME, il commercio è diventato più complesso

Grafico VI.3



Fonti: Banca mondiale; World Input-Output Database; elaborazioni BRI.

rispetto al 7%. E nelle EME l'integrazione commerciale è cresciuta più rapidamente che nelle economie avanzate, parallelamente alla crescita del loro peso nell'economia mondiale (riquadro VI.A, grafico VI.3, diagramma di destra).

Le grandi aziende multinazionali dominano il commercio mondiale e giocano spesso un ruolo predominante nelle CVM. Per esempio negli Stati Uniti circa il 90% del commercio vede coinvolte delle multinazionali e la metà riguarda entità collegate all'interno di una multinazionale¹⁰. Nonostante l'espansione del commercio nelle EME, le multinazionali restano prevalenti nelle economie avanzate.

Finanza

Da metà degli anni novanta l'apertura finanziaria delle economie avanzate ha registrato una forte accelerazione. Con le nuove opportunità derivanti dalla liberalizzazione finanziaria e dall'innovazione per la gestione delle posizioni e del rischio, le attività e le passività internazionali sono aumentate. Le passività esterne delle economie avanzate sono passate da meno dell'80% del PIL nel 1995 a più del 290% nel 2015. La quota sul PIL di ogni principale componente delle passività esterne è almeno duplicata. A riprova dell'importanza del terzo strato di globalizzazione, le passività per investimenti di portafoglio in titoli di debito sono quadruplicate e le passività per investimenti di portafogli in titoli azionari sono più che quintuplicate.

La maggiore integrazione finanziaria è stata più evidente nell'Europa avanzata, dove l'introduzione dell'euro ha contribuito all'aumento delle transazioni transfrontaliere. Tra il 2001 e il 2007, 23 punti percentuali dell'incremento delle passività esterne rispetto al PIL nelle economie avanzate erano riconducibili alle transazioni finanziarie all'interno dell'area dell'euro e ulteriori 14 punti percentuali alle attività finanziarie verso l'area dell'euro di paesi esterni alla regione.

Così come le aziende multinazionali giocano un ruolo chiave nel commercio, le grandi istituzioni finanziarie operanti a livello internazionale dominano in modo crescente nella finanza mondiale, in particolare nelle economie avanzate. Questi colossi hanno controllate e succursali in numerosi paesi di diversi continenti, dove si occupano non solo di transazioni finanziarie transfrontaliere ma anche di credito e debito a livello nazionale, che non sono classificate come transazioni internazionali secondo il regime di contabilizzazione utilizzato nella bilancia dei pagamenti. Ne risulta che le misure standard di apertura finanziaria basate sulla bilancia dei pagamenti tendono a sottostimare il grado di interconnessione mondiale (riquadro VI.B), così come nel caso del settore non finanziario, dove le controllate delle multinazionali producono anche per il mercato domestico.

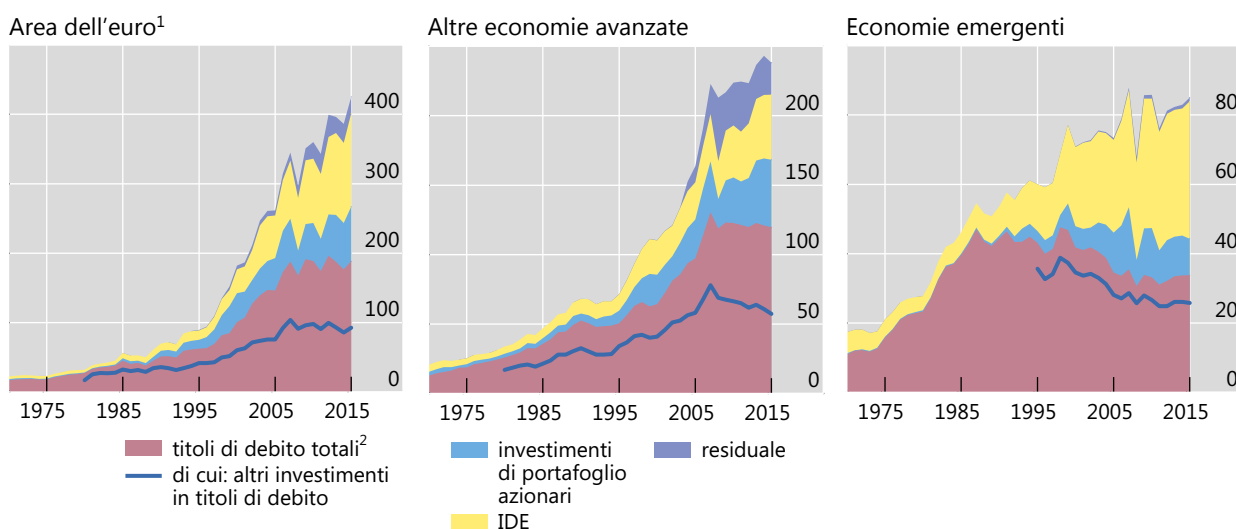
Per le EME, complessivamente, l'apertura del mercato finanziario è cresciuta a un ritmo solo leggermente più veloce dell'apertura commerciale, ma la composizione delle passività esterne è sostanzialmente cambiata, a supporto di una maggiore condivisione del rischio (grafico VI.4, diagramma di destra). A partire dall'inizio degli anni ottanta, la quota di azioni (investimenti di portafoglio azionari e componente azionaria degli investimenti diretti esteri (IDE)) è cresciuta notevolmente, a causa principalmente di due fattori.

In primo luogo, la maggiore integrazione commerciale nelle EME ha stimolato i flussi azionari, ad esempio tramite le CVM. In secondo luogo, i miglioramenti della qualità istituzionale e della governance nonché delle condizioni macroeconomiche hanno rafforzato l'interesse degli investitori per le esposizioni di lungo periodo delle

La diversa evoluzione delle posizioni sull'estero nelle EA e nelle EME

Passività lorde sull'estero in percentuale del PIL

Grafico VI.4



La lista completa dei paesi è disponibile all'indirizzo http://www.bis.org/statistics/ar2017stats/ar87_c6.xlsx.

¹ Le serie per l'area dell'euro sono elaborate sommando le serie rispettive dei singoli paesi; le posizioni all'interno dell'area dell'euro non sono compensate. ² Per i periodi di tempo in cui si riporta la curva relativa agli "altri investimenti in titoli di debito", la differenza tra il debito totale e gli "altri investimenti in titoli di debito" è ascrivibile principalmente agli "investimenti di portafoglio in titoli di debito", sebbene vi sia anche un piccolo residuo di titoli di debito non classificati.

Fonti: Lane e Milesi-Ferretti (2017); elaborazioni BRI.

EME. Questi fattori sono stati particolarmente importanti nel caso degli IDE in quanto essi dipendono da considerazioni macroeconomiche di più lungo termine¹¹.

Tuttavia l'aumento della condivisione del rischio non è forte quanto sembrerebbe suggerire l'incremento della quota totale di IDE rispetto ai flussi di capitali internazionali. Questo perché, in primo luogo, i flussi degli IDE consistono non solo di azioni ma anche di titoli di debito, che incorporano meno condivisione del rischio. Questa componente obbligazionaria comprende i flussi (non finanziari) tra società, trainati dalle emissioni delle società non finanziarie offshore e dalle attività di investimento¹². Di conseguenza, gli IDE in titoli di debito tendono a comportarsi più come gli investimenti di portafoglio in obbligazioni che come i più stabili IDE in azioni. In secondo luogo, una gran parte del recente aumento riflette posizioni nei confronti dei centri finanziari che, in una certa misura, rispecchia la maggiore complessità della struttura delle società multinazionali più che la crescita degli investimenti *green field* tradizionali¹³.

La composizione delle attività esterne delle EME è molto diversa da quella delle loro passività. Ciò rispecchia il modo in cui le EME hanno risposto alla crescita della globalizzazione del terzo strato tra le economie avanzate. L'aumento dell'entità e l'ampliamento della gamma delle interazioni finanziarie globali hanno reso le EME più vulnerabili agli shock finanziari, come dimostrato dalle crisi finanziarie degli anni ottanta e novanta. Queste crisi hanno spinto molti governi delle EME ad accumulare riserve valutarie consistenti. Inoltre la combinazione dell'aumento dei redditi, dell'elevato risparmio e della limitata disponibilità di attività nazionali sicure nelle EME ha fatto aumentare la domanda del settore privato per le attività delle economie avanzate.

La globalizzazione ha raggiunto il suo picco?

A partire dalla Grande Crisi Finanziaria (GCF) del 2007-2009, la crescita della globalizzazione è stata contenuta¹⁴. Il commercio internazionale è crollato durante la GCF e, nonostante una rapida ripresa, è rimasto relativamente debole (grafico VI.3, diagramma di destra)¹⁵. In termini reali, il commercio mondiale è cresciuto pressoché in linea con il PIL mondiale. Ciò colpisce dato che il commercio aveva sempre sopravanzato il PIL da metà del XIX secolo, fatta eccezione per gli anni tra le due guerre. In termini nominali, il commercio risulta essere anche più debole e non riesce a tenere il passo con la crescita del PIL a causa del crollo dei prezzi relativi dei beni e dei servizi scambiati, in particolare le materie prime. La GCF ha anche arrestato il rapido aumento delle misure standard di apertura finanziarie basate sulla bilancia dei pagamenti. Le consistenze mondiali di attività e passività esterne nel 2015 non si sono allontanate molto dal picco del 2007, pari a più del 400% sul PIL mondiale, in netto contrasto con l'aumento di quasi 190 punti percentuali tra il 2000 e il 2007 (grafico VI.2).

L'interazione dei fattori reali e finanziari nei primi due strati di globalizzazione spiega in parte l'allentamento dell'apertura commerciale e finanziaria. Nelle prime fasi della GCF, l'inasprimento delle condizioni finanziarie ha amplificato il brusco calo del commercio¹⁶. Sono precipitate le esportazioni dei beni di consumo durevoli e dei beni di investimento più dipendenti dai finanziamenti e sono diminuite la propensione all'indebitamento e la disponibilità dei fondi. Da allora altri fattori comuni sono diventati più importanti. La debolezza, causata dalla caduta della domanda degli investimenti in capitale fisico che richiedono molte operazioni commerciali, ha anch'essa depresso i flussi finanziari internazionali corrispondenti. La debolezza della ripresa economica in Europa – una regione dove le operazioni commerciali sono numerose e l'apertura finanziaria è elevata – ha anch'essa avuto un ruolo importante. Più in generale, il ridimensionamento del commercio e dell'apertura finanziaria riflette una volontà di ridurre il rischio da parte sia delle istituzioni finanziarie, come è logico, sia di società di altri settori, come è emerso nel crollo delle CVM sensibili alle perturbazioni.

Tuttavia, per lo meno per quanto riguarda la finanza, l'apparente stallo della globalizzazione deve essere interpretata con cautela. In primo luogo, le misure convenzionali sovrastimano in un certo modo la riduzione dell'apertura. Nonostante sia stagnante a livello mondiale, il coefficiente di passività esterne rispetto al PIL ha continuato a crescere sia per le economie avanzate sia per le EME nel periodo successivo alla crisi (grafico VI.4). Questa apparente anomalia si deve al fatto che il livello di globalizzazione finanziaria è molto più basso per le EME che per le economie avanzate e quindi la percentuale di crescita sul PIL mondiale deprime l'indicatore mondiale di globalizzazione finanziaria. La crescita dell'apertura finanziaria per le economie avanzate è rallentata notevolmente a partire dalla crisi mentre per le EME si è mantenuta costante.

In secondo luogo, il ridimensionamento della globalizzazione finanziaria si è limitato ad alcuni tipi di flussi. Ha riguardato principalmente i prestiti bancari transfrontalieri, una componente che ha alimentato la rapida espansione pre-crisi del terzo strato di globalizzazione, che è fortemente prociclico¹⁷. Pertanto, almeno una parte dell'attuale contrazione riflette una sana correzione di posizioni non sostenibili del periodo precedente alla crisi¹⁸. Inoltre, la contrazione del credito transfrontaliero è stata in parte compensata da un incremento dei flussi degli investimenti di portafoglio in titoli di debito. I mercati obbligazionari e gli asset manager, spinti da rendimenti bassi e a volte negativi, hanno ampiamente colmato il divario lasciato

dalle banche in quella che è stata definita come la “seconda fase della liquidità globale”¹⁹. Gli IDE e gli investimenti di portafoglio in titoli azionari hanno continuato a crescere.

Infine, la contrazione del credito bancario non risulta essere così grave quando è calcolata usando parametri alternativi di apertura finanziaria. Le cifre qui sopra si basano sulla *residenza* delle unità economiche, ovvero il modo in cui la bilancia dei pagamenti è costruita. Una misura complementare si basa sulla localizzazione delle sedi centrali di queste unità, ovvero la *nazionalità*, e consolida il bilancio corrispondente. Questo indicatore rivela qual è l’entità che prende le decisioni ed è particolarmente importante per le banche attive a livello internazionale dato che include le operazioni dei loro uffici esteri. Come indicano le statistiche bancarie internazionali BRI (IBS), questa componente transnazionale è stata molto più stabile nel periodo successivo alla crisi (riquadro VI.B). Inoltre, vi sono alcune evidenze che le banche delle EME, molte delle quali non figurano nelle IBS, hanno rafforzato la loro presenza internazionale attraverso gli uffici esteri. Questa tendenza è particolarmente marcata a livello regionale²⁰.

Globalizzazione e benessere

La globalizzazione ha contribuito notevolmente a innalzare gli standard di vita nel mondo intero e ha stimolato la crescita dei redditi. Negli ultimi trent’anni essa ha costituito un fattore determinante nel vasto calo della percentuale di popolazione mondiale che vive in condizioni di forte povertà, oltre che nella riduzione delle disuguaglianze di reddito tra i diversi paesi (grafico VI.5, diagramma di sinistra)²¹. Ad

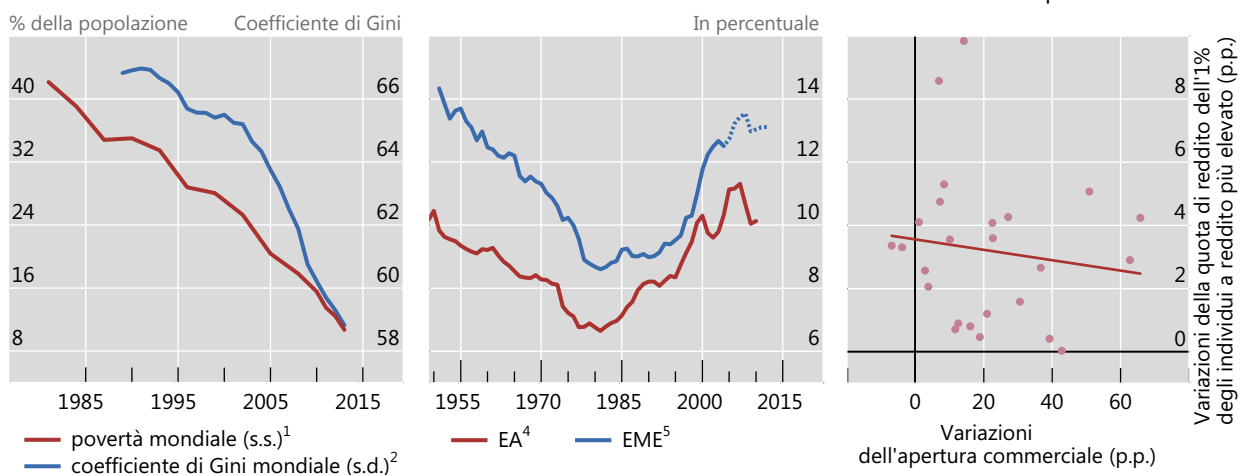
La disuguaglianza si è ridotta a livello mondiale, ma il suo aumento a livello nazionale non è attribuibile principalmente al commercio

Grafico VI.5

Disuguaglianza a livello mondiale

Quota di reddito percepito dall’1% degli individui a reddito più elevato³

Variazioni dell’apertura commerciale e della quota di reddito dell’1% degli individui a reddito più elevato⁶



¹ Quota di popolazione che vive al di sotto della soglia di povertà a \$1,90/giorno (PPA del 2011). ² Stime del coefficiente di Gini di 128 paesi ottenute mediante una distribuzione log-normale deterministica, tratte da Darvas (2016) ³ Media semplice delle economie elencate. ⁴ AU, CA, CH, DE, DK, ES, FR, GB, IE, IT, JP, NL, NO, NZ, PT, SE e US. ⁵ AR, CN, ID, IN, KR, MY, SG e ZA. A causa della limitatezza dei dati, la linea tratteggiata non tiene conto di AR, ID e IN. ⁶ Variazioni dal 1985 al 2012, eccetto per: IN, variazione dal 1999; AR e ID, variazione dal 2004; PT, variazione dal 2005; IE e IT, variazione dal 2009; CA, CH, DK e JP, variazione dal 2010; DE, variazione dal 2011. Il campione dei paesi è lo stesso utilizzato nel diagramma centrale.

Fonti: Darvas (2016); Banca mondiale; World Wealth and Income database.

esempio, la povertà è diminuita notevolmente in Cina, dove lo sviluppo dei settori orientati all'exportazione è stato il motore primo della rapida crescita del PIL e dei redditi.

Nello stesso arco di tempo, la distribuzione degli aumenti in termini di reddito non è stata uniforme. Le classi medie delle EME in rapida espansione e i cittadini più ricchi delle economie avanzate hanno goduto dei maggiori guadagni, mentre le classi medio-alte del mondo intero hanno registrato una limitata crescita dei redditi²². Ciò ha portato a un aumento delle disuguaglianze di reddito all'interno di uno stesso paese nelle economie avanzate e persino in diverse EME. Dalla metà degli anni ottanta la quota di reddito percepito dall'1% degli individui a reddito più elevato è cresciuta significativamente (grafico VI.5, diagramma centrale)²³, in contrasto con la flessione osservata nel periodo tra le due guerre, che è stata attribuita alla distruzione del capitale e alle politiche regolamentari e di bilancio, e che è perdurata in seguito per diversi decenni²⁴. Un certo grado di disuguaglianza di reddito dovuto alla ricompensa derivante dagli sforzi compiuti può stimolare la crescita mediante la creazione di incentivi all'innovazione. Ma un alto livello di disuguaglianza sembra essere pregiudizievole per la crescita e ha indebolito il sostegno dell'opinione pubblica nei confronti della globalizzazione²⁵.

Chiari riscontri empirici mostrano che la causa principale che ha condotto all'aumento delle disuguaglianze di reddito all'interno di uno stesso paese non è la globalizzazione, ma la tecnologia²⁶. Ciò nonostante, i detrattori della globalizzazione hanno spesso confuso le sfide che essa pone con i fattori alla base di diversi mali economici e sociali.

Globalizzazione e crescita

Sia l'apertura commerciale sia quella finanziaria hanno il potere di innalzare il tasso di crescita economica. Gli scambi commerciali tra le nazioni accrescono le dimensioni dei mercati e rafforzano la concorrenza tra le aziende. Ciò migliora l'efficienza dato che la produzione viene concentrata nelle aziende più produttive, ovunque si trovino. Le società più produttive si espandono, realizzando maggiori economie di scala e migliorando ulteriormente la loro efficienza, mentre quelle meno efficienti riducono le loro attività, con un aumento della produttività aggregata. Nel complesso, il commercio si è rivelato un fattore di stimolo per la crescita in diverse economie. Inoltre, esso va a diretto beneficio dei consumatori, i quali possono scegliere tra una maggiore varietà di prodotti di migliore qualità²⁷.

L'apertura finanziaria dovrebbe inoltre stimolare la crescita permettendo un'allocazione del capitale più efficiente e agevolando il trasferimento di tecnologie e know-how. La possibilità di detenere attività finanziarie estere accresce le opportunità di rendimenti più elevati e di diversificazione del rischio. L'iniezione di capitale estero può permettere alle aziende a corto di capitale di finanziarsi, rafforzando la concorrenza e l'efficienza reali. Gli investimenti diretti esteri possono produrre benefici ancora maggiori attraverso il trasferimento di conoscenze e tecnologie e la diffusione di prassi ottimali.

I lavori empirici non hanno universalmente identificato aumenti di reddito o maggiore crescita da un incremento dell'apertura dei mercati finanziari. Una ragione può risiedere nel fatto che si tratta di una relazione non monotona: è possibile che i benefici emergano solo a condizione che siano raggiunte determinate soglie di sviluppo del mercato finanziario, la qualità delle istituzioni, l'assetto di governance, le politiche macroeconomiche e l'integrazione del commercio internazionale del paese

destinatario. Un'altra ragione potrebbe essere che i vantaggi derivanti dalla deregolamentazione delle operazioni in conto capitale possano essere meno diretti e richiedere tempo per essere rilevati²⁸. Infine, ma non da ultimo, diversi studi empirici esistenti trattano l'apertura commerciale e quella finanziaria come variabili indipendenti, presupponendo quindi implicitamente che l'integrazione commerciale possa verificarsi anche in assenza di integrazione finanziaria. Ciò nondimeno, come spiegato in precedenza, l'apertura commerciale tende ad andare di pari passo con quella finanziaria.

Globalizzazione e disuguaglianze

Non vi è dubbio che il reddito nazionale aumenti con il commercio. Tuttavia, i guadagni non sono distribuiti uniformemente, mettendo in evidenza una caratteristica generale del dinamismo economico. Di fronte a nuovi concorrenti le aziende meno efficienti riducono le loro attività, mentre quelle nuove possono impiegare un certo lasso di tempo per entrare sul mercato, a causa, ad esempio, di ostacoli normativi o finanziari. La distribuzione di vincitori e perdenti non è omogenea tra competenze, livelli di reddito e ubicazioni. In linea generale, gli scambi commerciali tra le economie avanzate e le EME accrescono il rendimento della manodopera qualificata delle economie avanzate, che scarseggia relativamente a livello mondiale. I redditi della manodopera non qualificata nelle economie avanzate, invece, possono diminuire a causa della maggiore concorrenza proveniente dal vasto serbatoio di lavoratori non qualificati delle EME. All'opposto, questi ultimi possono risultare avvantaggiati. Allo stesso tempo, gli scambi commerciali possono anche determinare relative riduzioni dei prezzi dei beni consumati in larga misura dalle famiglie a basso reddito, aumentando il loro potere d'acquisto relativo²⁹. Trattandosi di effetti che si compensano a vicenda, l'impatto netto dell'apertura commerciale sulle disuguaglianze non può essere determinato con certezza nei modelli economici.

Esistono anche dei canali contrapposti attraverso i quali l'apertura finanziaria potrebbe influenzare le disuguaglianze di reddito. Se l'apertura finanziaria aumenta la capacità degli individui a basso reddito di prendere denaro in prestito, essa può potenziare le loro opportunità di generare reddito. Di fatto, ci sono prove che un maggiore accesso ai finanziamenti (a livello nazionale) può determinare un aumento dei redditi dei cittadini poveri³⁰. Per converso, se l'apertura finanziaria, e in particolare gli investimenti diretti esteri, accresce l'intensità di capitale e i rendimenti delle competenze, i benefici possono andare a vantaggio degli individui a reddito più elevato. L'apertura finanziaria potrebbe inoltre accrescere le disuguaglianze di reddito nel caso in cui le istituzioni nazionali non siano abbastanza forti da impedire ai gruppi di interesse di coglierne i vantaggi associati³¹.

Un altro modo attraverso il quale l'apertura commerciale e quella finanziaria possono rafforzare le disuguaglianze è favorendo la generazione di reddito dalle fonti di capitale. La maggiore mobilità internazionale dei beni e dei capitali rispetto a quella della manodopera può ridurre il potere della determinazione del "prezzo" di quest'ultima, spingendo al ribasso i salari, e rendere più difficile la tassazione del capitale, contribuendo a un'imposizione più elevata sui redditi da lavoro³². Tali effetti accrescono verosimilmente le disuguaglianze, dato che le famiglie a basso reddito fanno principalmente affidamento su questi redditi.

Nella pratica, le aperture commerciale e finanziaria sembrano aver contribuito solo in maniera esigua all'accrescere delle disuguaglianze di reddito (grafico VI.5, diagramma di destra). Nel caso della globalizzazione finanziaria, questo effetto ha

avuto verosimilmente un'incidenza di poco maggiore nei paesi a basso reddito³³. Ma il fattore dominante sembra piuttosto essere la tecnologia: i rendimenti della manodopera qualificata, che si avvale più intensamente della tecnologia, sono cresciuti notevolmente³⁴.

Sebbene la globalizzazione sia stata collegata al calo della quota dei redditi da lavoro, l'evidenza indica che non si tratta dell'unico fattore determinante. In alcuni paesi e settori caratterizzati da un elevato livello di apertura, come la Francia e il Regno Unito, e l'agricoltura e i servizi finanziari e commerciali, questo calo non si è verificato. Inoltre, in diverse economie le maggiori flessioni della quota di reddito da lavoro si sono verificate nei settori dei servizi al consumo e dei servizi di pubblica utilità già regolamentati, molti dei quali non soggetti al commercio, dove i rendimenti sono scesi conseguentemente a riforme strutturali. In diversi altri paesi, il calo della quota del reddito da lavoro è stato principalmente dovuto all'incremento dei prezzi degli alloggi (incluse le locazioni imputate ai proprietari)³⁵.

Un aspetto importante da considerare è che l'impatto del commercio sulle disuguaglianze dipende dagli ostacoli all'adeguamento. In alcuni casi, in aree fortemente colpite, ci sono state persistenti contrazioni economiche localizzate. Il calo dell'occupazione e dei salari nelle aziende esposte alla concorrenza internazionale è stato aggravato dalla riduzione dei loro acquisti presso i fornitori, spesso situati nelle vicinanze. Ciò ha avuto ripercussioni sulla spesa aggregata nella comunità locale³⁶. Questi effetti possono essere duraturi se la forza lavoro non è mobile tra le regioni e i settori.

Globalizzazione e stabilità finanziaria

Uno dei meccanismi specifici attraverso il quale la globalizzazione può influire sulla crescita economica, sulla povertà e sulle disuguaglianze è il suo impatto sulla stabilità finanziaria. Le crisi finanziarie possono avere come conseguenza una perdita di reddito permanente, produrre un effetto devastante sulla povertà e accrescere le disuguaglianze³⁷.

Proprio come succede nel caso di una liberalizzazione finanziaria mal gestita a livello nazionale, un'apertura finanziaria incondizionata può contribuire a creare instabilità finanziaria, se non vengono messe in atto sufficienti misure di salvaguardia. Non è una coincidenza se le crisi finanziarie sono state un fenomeno relativamente diffuso durante la prima ondata di globalizzazione, per poi ridursi a pochi casi nella successiva epoca di repressione finanziaria, durata fino alla fine degli settanta. Le crisi finanziarie nelle EME degli anni ottanta e novanta hanno implicato delle brusche inversioni di rotta dei flussi di capitale. E durante la GCF si sono osservati vasti effetti di propagazione tra i sistemi finanziari nazionali. Inoltre, l'apertura finanziaria può avere delle ripercussioni negative sulla stabilità finanziaria se riduce l'efficacia della politica monetaria interna indipendente³⁸.

Gli episodi passati di instabilità finanziaria hanno dimostrato l'importanza di tre meccanismi di propagazione internazionale. Innanzitutto, un capitale internazionale altamente mobile può avere un comportamento molto prociclico, amplificando le fasi di espansione finanziaria e le inversioni di rotta. In seguito, le esposizioni in valuta estera, in particolare in dollari, trasmettono condizioni finanziarie più stringenti a livello mondiale ed espongono i paesi a perdite in valuta. E, infine, stretti legami finanziari tra istituzioni operative a livello internazionale possono diffondere tensioni finanziarie, sebbene possano anche agire da ammortizzatori quando i problemi hanno un'origine interna.

Il credito internazionale è stata una fonte determinante di prociclicità. I suoi flussi tendono ad essere prociclici rispetto ai cicli economici e finanziari del paese destinatario. I prestiti bancari transfrontalieri e i flussi di investimenti di portafoglio in strumenti di debito sono entrambi positivamente correlati con i cicli economici e creditizi interni³⁹. I flussi di investimenti diretti esteri tendono ad essere aciclici, mentre i flussi di investimenti di portafoglio in azioni verso le economie avanzate sembrano persino essere leggermente anticiclici.

Lo stretto legame tra credito transfrontaliero e interno può acuire i rischi di instabilità finanziaria. Il credito transfrontaliero tende ad amplificare i boom creditizi interni agendo come fonte di finanziamento aggiuntiva: generalmente la componente transfrontaliera sopravanza la sua controparte domestica durante i boom finanziari, soprattutto quelli che precedono gravi tensioni finanziarie⁴⁰.

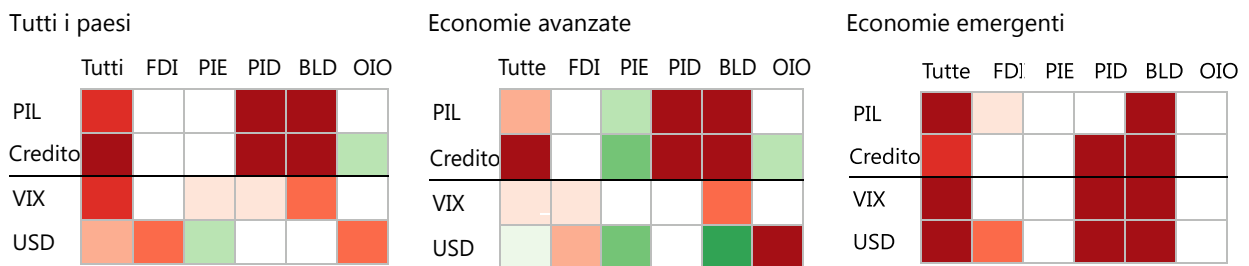
Anche i flussi di debito si sono mostrati sensibili a fattori internazionali. In particolare, i flussi creditizi e obbligazionari verso le EME sono stati sensibili all'avversione al rischio a livello mondiale e al rafforzamento del dollaro USA (grafico VI.6, diagrammi centrale e di destra). Di fatto, l'avversione al rischio mondiale, o perlomeno la sua misura storica (l'indice VIX), ha avuto un'incidenza non trascurabile sul credito bancario persino verso le economie avanzate. Recentemente, tuttavia, questa sensibilità sembra essere diminuita⁴¹. Per contro, vi è evidenza che la sensibilità del credito bancario transfrontaliero e dei flussi di portafoglio in strumenti di debito nei confronti della politica monetaria statunitense sia nettamente aumentata dalla GCF⁴².

L'elevata sensibilità dei flussi di capitale alla politica monetaria statunitense è una manifestazione dell'"eccessiva elasticità" del sistema monetario e finanziario

I flussi di debito sono maggiormente prociclici rispetto a quelli azionari

Sintesi delle stime dei coefficienti di regressione, per economia destinataria

Grafico VI.6

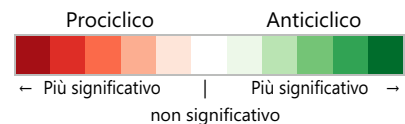


Variabili esplicative:

PIL = crescita del PIL interno
 Credito = crescita del credito a livello nazionale
 VIX = Indice della volatilità implicita relativa all'S&P 500
 USD = tasso di cambio effettivo nominale del dollaro USA

Variabili dipendenti:

Tutte = somma di FDI, PIE, PID, BLD e OIO
 FDI = investimenti diretti esteri
 PIE = investimenti di portafoglio - azioni
 PID = investimenti di portafoglio - strumenti di debito
 BLD = prestiti e depositi bancari
 OIO = altri investimenti meno BLD



Per il PIL e il Credito, Prociclico (Anticiclico) si riferisce a una relazione positiva (negativa); per il VIX e l'USD, Prociclico (Anticiclico) si riferisce a una relazione negativa (positiva). Il codice-colore usato per ogni casella si basa su un indice che riflette la significatività statistica complessiva dei rispettivi coefficienti ottenuti da un insieme di regressioni su dati panel. La variabile dipendente in ciascuna regressione è il tipo di flusso di capitale rispettivo (rapportato al PIL); ogni regressione contiene una variabile esplicativa domestica e una mondiale, nonché gli effetti fissi dei paesi.

Fonti: FMI, *Balance of Payments Statistics* e *World Economic Outlook*; Bloomberg; tassi di cambio effettivi elaborati dalla BRI e statistiche bancarie BRI su base locale; elaborazioni BRI.

internazionale, ossia la sua capacità di amplificare i boom e i bust finanziari e generare pertanto elevati costi macroeconomici⁴³. I canali attraverso i quali i regimi di politica monetaria interagiscono provocando questo eccesso di elasticità sono principalmente due. Nel primo, le impostazioni di politica monetaria nelle principali economie si diffondono al resto del mondo attraverso misure di resistenza all'apprezzamento del cambio, generalmente fondate su preoccupazioni circa la perdita di competitività (sul fronte dell'economia reale) e di possibili aumenti di afflussi di capitale (sul fronte finanziario). Il secondo canale è collegato al fatto che la prevalenza delle principali valute internazionali si estende ben al di là delle rispettive giurisdizioni nazionali⁴⁴.

Il canale delle valute internazionali è particolarmente importante nel caso del dollaro USA, la valuta dominante a livello internazionale. A fine 2016 le consistenze di credito denominato in dollari USA nei confronti di prenditori non bancari al di fuori degli Stati Uniti, un indicatore chiave delle condizioni mondiali di liquidità, erano pari a \$10 500 miliardi. Questo enorme peso sul piano estero significa che le variazioni di orientamento della politica monetaria statunitense influiscono notevolmente sulle condizioni finanziarie in altri paesi del mondo (riquadro VI.C). E dato che le autorità monetarie, comprese quelle che controllano la principali valute internazionali, si concentrano sulle condizioni nazionali, è possibile che finiscano col contribuire, seppur involontariamente, a provocare squilibri finanziari ben al di là delle proprie frontiere nazionali. È degno di nota che, nel contesto dell'orientamento eccezionalmente accomodante della politica monetaria statunitense, il credito in dollari USA ai prenditori non bancari delle EME sia quasi raddoppiato tra il 2008 e il 2016, raggiungendo quota \$3 600 miliardi a fine periodo.

Uno dei canali principali attraverso il quale la politica monetaria statunitense incide sulle condizioni finanziarie nel resto del mondo è il tasso di cambio del dollaro. Si tratta del cosiddetto "canale dell'assunzione di rischio delle oscillazioni dei tassi di cambio": il deprezzamento di una valuta di finanziamento internazionale appiana i bilanci dei debitori che presentano disallineamenti valutari e incrementa l'assunzione di rischio da parte dei creditori. Questo canale assume particolare rilevanza per i flussi di debito estero verso le EME (grafico VI.6, diagramma di destra) e può anche influenzare, in particolare, il commercio manifatturiero attraverso le catene di valore mondiali, molto sensibili alle condizioni finanziarie⁴⁵.

L'intermediazione delle valute internazionali, soprattutto del dollaro, può inoltre creare stretti legami tra le banche operative a livello mondiale. La GCF ha dimostrato come tale interconnessione abbia propagato tensioni sul fronte della raccolta tra le maggiori banche del mondo e le abbia costrette a ridurre la loro leva finanziaria a livello internazionale. Alla luce di ciò, le riforme regolamentari definite nel periodo immediatamente successivo alla GCF si sono incentrate sul rafforzamento della resilienza delle banche attive a livello internazionale che rappresentano la spina dorsale dell'intermediazione finanziaria mondiale.

Ottenere il massimo dalla globalizzazione

L'impennata della globalizzazione negli ultimi cinquant'anni ha portato molti benefici all'economia mondiale. L'apertura commerciale ha intensificato la concorrenza e favorito la diffusione della tecnologia, migliorando l'efficienza e la produttività aggregata. Il conseguente rafforzamento della crescita del reddito ha permesso una riduzione della povertà globale e delle disuguaglianze di reddito tra diversi paesi. La

possibilità di trovare beni e servizi meno costosi e di miglior qualità provenienti dal mondo intero ha anch'essa migliorato in modo diretto le condizioni di vita delle famiglie. E i benefici non riguardano solo il commercio. L'apertura finanziaria è strettamente legata a quella commerciale: le connessioni finanziarie, create dal commercio, a loro volta lo sostengono. L'apertura finanziaria, gestita in modo corretto, può anche migliorare in modo indipendente le condizioni di vita tramite un'allocazione più efficace del capitale e il trasferimento di competenze.

Se la globalizzazione migliora il tenore di vita, è pur vero che pone delle sfide. In primo luogo, i suoi benefici non sono distribuiti in modo equo. È necessario tenere conto delle implicazioni in termini di distribuzione dell'apertura commerciale e finanziaria al fine di assicurare esiti equi all'interno delle società e un sostegno continuo alla crescita, migliorando le politiche e i quadri di regolamentazione economica, tra cui quelli relativi al commercio mondiale. Ciò detto, altri fattori – primi fra tutti la tecnologia – hanno giocato un ruolo dominante nell'intensificarsi delle disuguaglianze di reddito. Così come non vi sono possibilità di tornare indietro dal punto di vista tecnologico, arrestare la globalizzazione sarebbe nocivo per il tenore di vita.

In secondo luogo, l'apertura dei mercati finanziari espone le economie a forze esterne potenzialmente destabilizzanti. Questo rischio può essere gestito creando protezioni appropriate, come nel caso dei rischi associati alla liberalizzazione finanziaria nazionale. Dato che il commercio e la finanza internazionali sono strettamente connessi, specie nei primi due strati di globalizzazione, trarre vantaggio dal commercio sarebbe impossibile senza la finanza internazionale. Ecco perché la soluzione non è quella di ridurre l'apertura finanziaria bensì di affrontare con attenzione i rischi a essi associati.

Le sfide inerenti alla gestione dei cambiamenti economici non riguardano solo la globalizzazione. Come nel caso di altre tendenze di lungo periodo, politiche appropriate possono compensare i costi di aggiustamento associati alla globalizzazione e intensificarne i benefici.

Sul fronte nazionale, i paesi possono attuare politiche che sostengono la resilienza. Come per la tecnologia, mercati del lavoro e dei prodotti flessibili e misure che migliorino l'adattabilità, come i programmi di riqualificazione, possono ridurre tutte le distorsioni indotte dal commercio. Politiche mirate, ad esempio iniziative per l'impiego prese a livello regionale, possono anch'esse contribuire a contrastare le perdite a volte persistenti subite da alcuni segmenti della società⁴⁶.

Politiche robuste e quadri istituzionali concepiti al fine di rendere i sistemi finanziari più solidi sono essenziali per trarre il massimo vantaggio dell'apertura finanziaria. Lo strumento della stabilità finanziaria nazionale è importante⁴⁷. Ciò richiede quadri macroprudenziali ben articolati su una base microprudenziale solida, oltre alla capacità di affrontare direttamente gli eccessi di debito e i problemi di qualità delle attività che potrebbero emergere durante i crolli finanziari, al fine di risanare i bilanci e migliorare il merito di credito generale.

A partire dalla metà degli anni novanta, le EME hanno compiuto passi importanti in questa direzione. A ciò si è aggiunto un miglioramento della struttura dei bilanci esterni, che ha contribuito a ridurre la loro vulnerabilità rispetto ai fattori esterni, anche attraverso posizioni patrimoniali nette sull'estero decisamente più forti, aumenti sostanziali delle riserve valutarie e una quota più elevata di IDE⁴⁸.

Una cooperazione internazionale che tenga conto delle connessioni mondiali deve integrare le politiche nazionali. Il ruolo speciale delle istituzioni finanziarie

internazionali e delle valute internazionali supera il commercio internazionale e le interazioni finanziarie che gli sono direttamente collegate nei primi due strati. È necessario un approccio di regolamentazione concordato congiuntamente a livello internazionale al fine di garantire che i responsabili delle politiche gestiscano in modo corretto i rischi finanziari mondiali, tra cui quelli associati al terzo strato, che è caratterizzato da un'elevata prociclicità. Dato che le politiche e le azioni di ogni singolo paese influiscono sugli altri, il multilateralismo è la chiave per assicurare i migliori risultati per tutti.

Riguardo alle istituzioni finanziarie internazionali, la priorità è il completamento delle riforme finanziarie già in corso di elaborazione, che a lungo termine sosterranno la resilienza del sistema finanziario mondiale. Un quadro regolamentare concordato su scala mondiale è la base per una vigilanza efficace delle banche attive a livello internazionale, anche per quanto riguarda i meccanismi di condivisione di informazioni transfrontaliere. Esso promuove condizioni di parità concorrenziale, necessarie per assicurare efficienza e solidità a livello mondiale.

Per quanto concerne le valute internazionali, i meccanismi efficienti di gestione delle crisi restano importanti e richiedono per la loro stessa natura una cooperazione internazionale. Le banche centrali hanno continuato a cooperare in modo efficace come avevano fatto durante la GCF. Fra le banche centrali delle principali aree valutarie esistono o possono essere rapidamente istituite all'occorrenza linee di swap in valuta estera. Questi meccanismi potrebbero essere ulteriormente rafforzati, sebbene si pongano questioni di gestione dei rischi e di governance. Tuttavia è auspicabile dare maggiore enfasi alla prevenzione della costituzione di disequilibri finanziari. Come minimo, ciò significherebbe tenere conto in maniera più sistematica degli effetti di propagazione e retroazione al momento di definire le politiche⁴⁹.

Oltre che in materia finanziaria, la cooperazione internazionale è necessaria anche per assicurare condizioni di parità concorrenziale nell'ambito commerciale e fiscale. Accordi commerciali multilaterali permettono ai più grossi mercati comuni di massimizzare l'efficienza. Il commercio e le connessioni finanziarie consentono alle società, in particolare alle grandi multinazionali, di prendere delle decisioni sulla produzione e la dichiarazione dei redditi per ridurre al minimo il carico fiscale. Evitare queste pratiche può garantire che il capitale, caratterizzato da un'elevata mobilità, divida la sua parte di carico fiscale con la manodopera, meno mobile, riducendo in questo modo le disuguaglianze di reddito. La combinazione di azioni nazionali e internazionali appropriate può assicurare che la globalizzazione continui ad essere una forza profondamente benefica per l'economia mondiale e per il tenore di vita delle popolazioni.

Una mappa della globalizzazione

La distribuzione dei legami commerciali e finanziari tra i paesi è disomogenea. Paesi vicini geograficamente e simili da un punto di vista economico tendono a essere maggiormente aperti al commercio bilaterale (tabella VI.A, diagramma in alto a sinistra)^①. Di conseguenza, l'apertura commerciale intraregionale (elementi in diagonale nel diagramma in alto a sinistra) è tendenzialmente più elevata rispetto a quella interregionale (elementi fuori dalla diagonale). L'apertura al commercio interno è di gran lunga maggiore nella regione delle economie avanzate dell'Europa. Detto ciò, negli ultimi 15 anni, l'apertura al commercio intraregionale è rimasta pressoché invariata tra le

I legami commerciali bilaterali sono ampiamente distribuiti ma quelli finanziari sono più concentrati

Legami commerciali e finanziari bilaterali interregionali in percentuale del PIL complessivo della regione

Tabella VI.A

Legami commerciali								Legami finanziari							
2015								2015							
				Importatori								Prenditori			
		AEu	OA	EEu	EA	LA	AME			AEu	OA	EEu	EA	LA	AME
Esportatori	AEu	20,9	1,4	2,7	1,5	0,6	1,5	Prestatore	AEu	86,2	23,6	7,6	4,5	5,9	5,3
	OA	1,0	7,7	0,2	1,9	1,3	0,5		OA	20,5	31,0	0,7	4,1	4,1	2,1
	EEu	3,1	0,2	9,0	0,6	0,2	1,0		EEu	2,1	0,3	1,8	0,2	0,1	0,0
	EA	1,9	2,8	0,8	12,0	1,0	1,6		EA	0,9	1,7	0,3	2,4	0,3	0,8
	LA	0,5	1,5	0,2	0,7	3,5	0,3		LA	0,7	1,0	0,0	0,0	1,5	0,0
	AME	1,1	0,6	0,4	2,0	0,2	5,4		AME	3,5	2,0	0,5	0,5	0,3	5,5
Variazioni tra il 2001 e il 2015								Variazioni tra il 2001 e il 2015							
				Importatori								Prenditori			
		AEu	OA	EEu	EA	LA	AME			AEu	OA	EEu	EA	LA	AME
Esportatori	AEu	0,3	0,1	1,2	0,4	0,1	0,5	Prestatore	AEu	31,5	8,4	4,8	2,6	1,9	2,6
	OA	-0,1	-0,4	0,1	0,3	0,3	0,2		OA	7,7	17,9	0,4	2,3	1,7	1,4
	EEu	1,5	0,1	2,6	0,1	0,1	0,6		EEu	1,6	0,1	1,2	0,0	0,1	0,0
	EA	0,4	0,6	0,3	4,1	0,5	0,7		EA	0,3	1,0	0,3	0,2	0,2	0,6
	LA	0,1	0,3	0,1	0,4	0,2	0,1		LA	0,6	0,7	0,0	0,0	0,6	0,0
	AME	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	2,5		AME	2,2	1,7	0,4	0,5	0,3	4,4



AEs: AEU = economie avanzate dell'Europa; OA = altre economie avanzate.

EMEs: AME = Africa e Medio Oriente; EA = economie emergenti dell'Asia; EEu = economie emergenti dell'Europa; LA = America latina.

In ciascuna casella il numeratore corrisponde alla somma dei legami (finanziari o commerciali) bilaterali dei singoli paesi; il denominatore è pari al PIL congiunto delle due regioni, corretto per escludere i legami bilaterali eventualmente mancanti. La lista completa dei paesi è disponibile all'indirizzo http://www.bis.org/statistics/ar2017stats/ar87_c6.xlsx.

Fonti: FMI, Coordinated Portfolio Investment Survey e *Direction of Trade Statistics*; Conferenza delle Nazioni Unite sul commercio e lo sviluppo, Foreign Direct Investment Statistics; statistiche bancarie BRI su base locale; elaborazioni BRI.

economie avanzate, ma è cresciuta sensibilmente tra le EME (tabella VI.A, diagramma in basso a sinistra). Ciò ha coinciso con un aumento degli scambi commerciali tra le economie avanzate e le EME, trainato principalmente dalla crescita e dallo sviluppo di queste ultime.

Emergono chiare similitudini tra le dinamiche dei legami bilaterali finanziari e commerciali, evidenziando l'impronta dei primi due livelli di globalizzazione, in cui l'apertura reale e finanziaria sono strettamente collegate^①. Analogamente ai legami commerciali, i legami finanziari transfrontalieri bilaterali più forti sono quelli tra e all'interno delle regioni avanzate (tabella VI.A, diagramma in alto a destra). Inoltre, proprio come nel caso del commercio internazionale, esistono solidi legami finanziari tra le economie avanzate ed emergenti dell'Europa, tra il Nord America e l'America latina e tra tutti i gruppi di economie avanzate e l'Asia emergente. Queste similitudini tra le mappe dei legami reali e finanziari riflettono i primi due livelli della globalizzazione.

Tuttavia, in linea con il terzo livello, esistono anche notevoli disparità tra le dinamiche dei legami reali e finanziari. Ad esempio, la concentrazione dei legami finanziari bilaterali è molto più ristretta rispetto a quella dei legami commerciali corrispondenti. I legami più forti, quelli tra le economie avanzate d'Europa, sono notevolmente più profondi rispetto a quelli tra le economie avanzate e le EME, o all'interno delle EME.

Negli ultimi vent'anni i legami finanziari e quelli commerciali sono evoluti in maniera sostanzialmente diversa. Se c'è stato un marcato aumento degli scambi commerciali intra EME, in particolare tra le EME delle stesse regioni, lo stesso non vale per i flussi finanziari, a eccezione dell'Africa e del Medio Oriente (tabella VI.A, diagrammi inferiori). Gli aumenti molto più marcati dei flussi finanziari tra le economie avanzate rispetto alle EME indicano che, nonostante la crisi finanziaria mondiale, il ritmo dell'innovazione e dello sviluppo finanziari rimane molto più sostenuto nelle economie avanzate (quadrante in alto a sinistra del diagramma in basso a destra). Si tratta di una chiara manifestazione del terzo livello di globalizzazione.

^① Si tratta di un riscontro di lunga data nella letteratura commerciale; cfr. ad esempio J. Bergstrand, "The gravity equation in international trade: some microeconomic foundations and empirical evidence", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 67, n. 3, pagg. 474-81, 1985. ^② I tre livelli di globalizzazione, come descritto nel testo principale, sono connessi ai crescenti gradi di sofisticazione dei legami tra le economie. Essi sono definiti come 1) commercio di materie prime e prodotti finiti e relativi legami finanziari internazionali semplici, come i pagamenti transfrontalieri; 2) connessioni commerciali e finanziarie più complesse, inclusa la frammentazione della produzione tra i paesi orientata all'efficienza e i corrispondenti accordi di finanziamento; 3) le transazioni finanziarie che trovano sempre più largo impiego allo scopo di gestire attivamente le posizioni di bilancio, tra cui le consistenze di attività e passività create dai primi due livelli.

Deglobalizzazione finanziaria nel settore bancario?

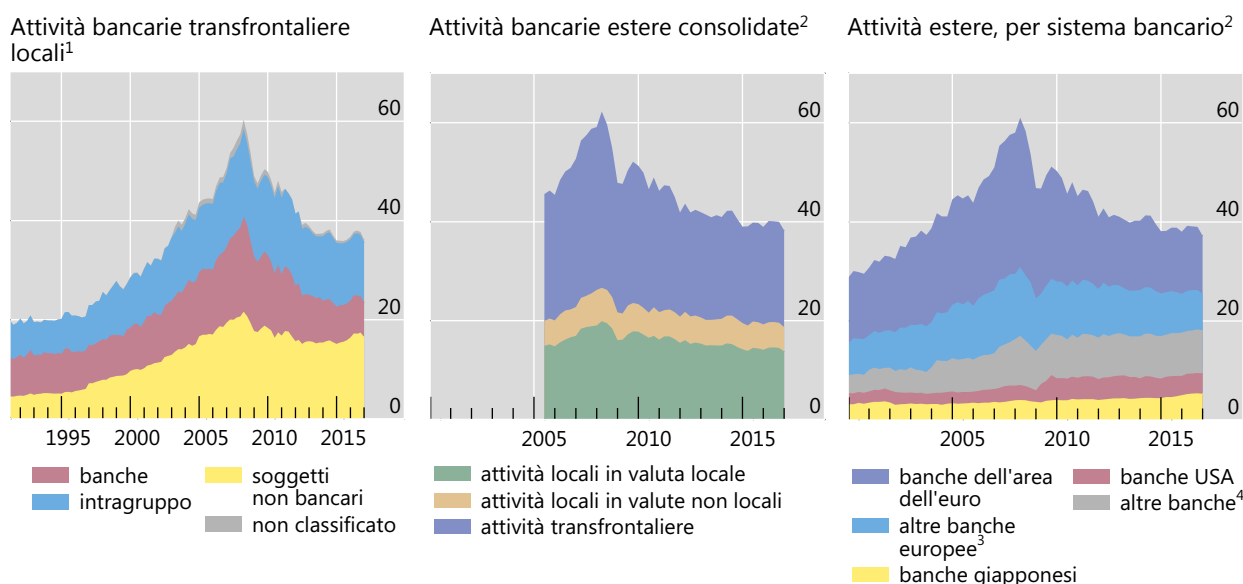
Il concetto di "picco del commercio" esprime l'ipotesi secondo la quale il commercio internazionale ha smesso di crescere a un ritmo più rapido rispetto al PIL mondiale, il che costituirebbe un potenziale ostacolo alle strategie di crescita economica trainata dal commercio. Una tesi parallela, che potremmo chiamare "picco finanziario" mondiale, asserisce che il mondo ha assistito al picco dell'attività finanziaria internazionale e che la deglobalizzazione finanziaria è in atto. In particolare, secondo alcuni analisti le statistiche sull'attività bancaria internazionale starebbero evidenziando una deglobalizzazione finanziaria. Il presente riquadro confuta questa deduzione.

Le statistiche BRI sulle posizioni bancarie transfrontaliere sembrano suggerire che il processo di deglobalizzazione bancaria si sia avviato durante la Grande Crisi Finanziaria (GCF) del 2007-09 e sia in atto da allora. Il grafico VI.B.1 (diagramma di sinistra) mostra che le attività transfrontaliere segnalate da banche in oltre 40 giurisdizioni sono diminuite da un picco del 60% del PIL mondiale nel 2007 a meno del 40% dal 2013. Questi dati sono compilati sulla base della bilancia dei pagamenti (locale) e tali consistenze di attività sull'estero sono spesso utilizzate per misurare il livello di integrazione finanziaria internazionale^①.

Deglobalizzazione? Confronto tra le prospettive a livello locale e consolidato

In percentuale del PIL mondiale

Grafico VI.B.1



¹ Attività transfrontaliere totali (incluse le posizioni intragruppo) segnalate dalle banche, site in tutti i paesi che effettuano dichiarazioni, verso prenditori nel mondo intero. ² Attività estere consolidate (escluse le posizioni intragruppo) delle banche con sede in tutti i paesi dichiaranti verso prenditori nel mondo intero. Le attività estere comprendono sia le attività transfrontaliere sia le attività locali di affiliate bancarie estere, ma non tengono conto delle attività verso i residenti del paese di origine delle banche. La scomposizione delle attività locali in attività locali in valuta locale e attività locali in valute non locali è ottenuta applicando la quota di attività locali (tutte le valute) sulle attività estere provenienti dalle statistiche in base al rischio ultimo al valore delle attività estere totali nelle statistiche in base al mutuatario immediato. ³ Banche con sede in CH, DK, GB, NO e SE. ⁴ Banche con sede in AU, BR, CA, CL, HK, IN, KR, MX, PA, SG, TR e TW.

Fonti: FM, *World Economic Outlook*; statistiche bancarie BRI su base consolidata (in base al mutuatario immediato e al rischio ultimo) e su base locale.

Basarsi sulle attività verso l'estero comporta un limite dovuto al fatto che alcune posizioni vengono conteggiate due volte, mentre altre, rilevanti, sono ignorate. Dare la priorità al luogo in cui le operazioni bancarie sono eseguite può essere utile in una discussione che tratta di aggregati macroeconomici, come l'occupazione e il valore aggiunto. Ma le attività transfrontaliere non costituiscono forse il miglior modo per analizzare le tendenze della globalizzazione

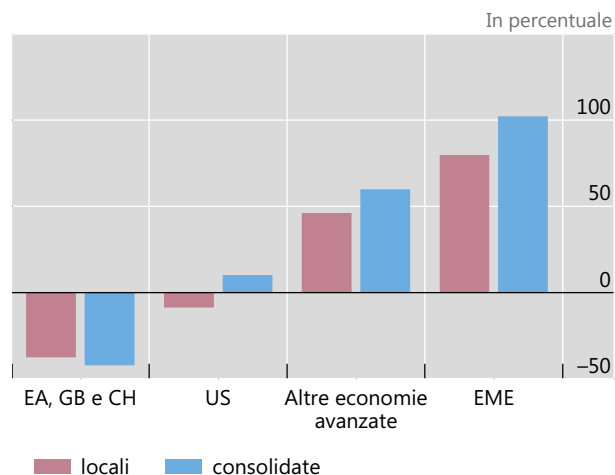
nel settore bancario. Esse contengono due volte le posizioni in cui la sede centrale di una banca finanzia la sua filiale in un centro finanziario come Londra (diagramma di sinistra, area blu) prima di prestare all'estero. Allo stesso tempo, le posizioni locali delle banche, ad esempio quelle contabilizzate da un'affiliata estera verso i residenti del paese ospitante, non sono rilevate nelle posizioni estere né del paese di origine della banca, né del paese che ospita l'affiliata. Da un punto di vista consolidato, queste *sono* posizioni sull'estero: la banca detiene un'attività nei confronti di un prestatore al di fuori del suo paese di origine, anche se è contabilizzata e persino finanziata localmente.

Le statistiche bancarie consolidate BRI, organizzate in base alla nazionalità (ossia in base all'ubicazione della sede legale delle banche) offrono una prospettiva più chiara sulla deglobalizzazione bancaria. Innanzitutto, le posizioni locali non si sono contratte quanto quelle transfrontaliere (grafico VI.B.1, diagramma centrale). È vero che la sottrazione delle attività intragruppo compensa quasi totalmente l'aggiunta di quelle locali, con il risultato che il diagramma centrale mostra una situazione analoga a quello di sinistra. Ma la visione consolidata evidenzia che la contrazione dell'attività bancaria internazionale è ampiamente circoscritta alle banche europee (grafico VI. B.1, diagramma di destra).

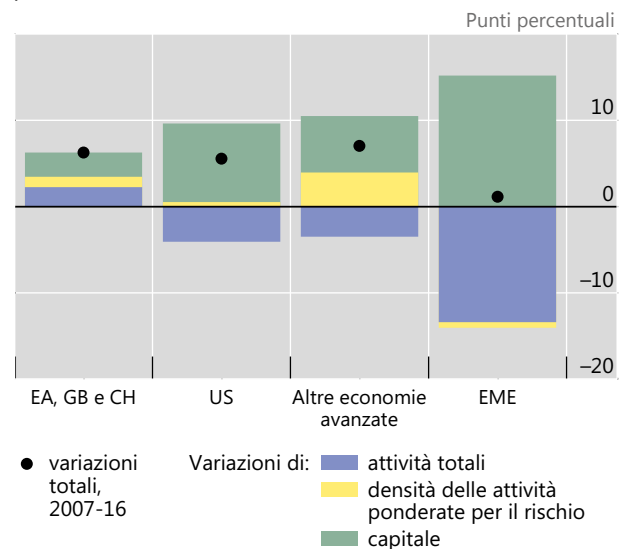
Le banche europee hanno ridimensionato le attività estere per rafforzare la loro capitalizzazione

Grafico VI.B.2

Crescita delle attività locali/consolidate, 2007-16¹



Variazione del rapporto tra capitale e attività ponderate per il rischio, 2007-16²



¹ Locali: EA (area dell'euro), GB e CH = AT, BE, CH, DE, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IT, LU, NL e PT; altre economie avanzate = AU, CA, DK, HK, JP, NO, SE e SG; EME = BR, CL, IN, KR, MX, MY, PA, TR e TW. Consolidate: EA, GB e CH = AT, BE, CH, DE, ES, FI, FR, GB, GR, IE, IT, NL e PT; altre economie avanzate = AU, CA, DK, HK, JP, NO, SE e SG; EME = BR, CL, IN, MX, PA, TR e TW. Valori per gli Stati Uniti corretti per discontinuità nelle serie. ² Campione di oltre 100 banche con almeno \$100 miliardi di attività totali nel 2014. EA, GB e CH = AT, BE, CH, DE, ES, FR, GB, GR, IE e IT; altre economie avanzate = AU, CA, DK, HK, NO, SE e SG; EME = CN, IN, KR, MY, TR e TW. Il grafico scompone la variazione del coefficiente patrimoniale per il Common Equity Tier 1 (CET1) in componenti che si sommano. I punti indicano la variazione totale dei coefficienti. Il contributo di ciascuna componente è rappresentato dall'altezza del segmento corrispondente. Un contributo negativo indica che la componente ha un effetto di riduzione del coefficiente patrimoniale. Tutte le cifre corrispondono a medie ponderate ottenute usando come pesi le attività totali a fine 2016.

Fonti: B. Cohen e M. Scatigna, "Banks and capital requirements", *Journal of Banking and Finance*, vol. 69, suppl. 1, pagg. S56-S69, 2016; SNL; statistiche bancarie BRI su base locale e consolidata; elaborazioni BRI.

Che l'apparente deglobalizzazione sia un fenomeno più regionale che mondiale può essere visto mettendo a confronto la crescita degli asset per luogo di contabilizzazione con quella per nazionalità della banca (grafico VI.B.2, diagramma di sinistra). Il calo ascrivibile alle banche con sede legale in Europa è maggiore rispetto al calo complessivo mondiale, ossia le attività estere di queste banche sono scese di oltre \$9 000 miliardi, mentre quelle delle banche statunitensi, di altri paesi avanzati e delle EME sono cresciute. L'intensità dell'apparente deglobalizzazione nel settore bancario riflette le dimensioni delle banche europee prima della GFC e la loro successiva contrazione.

La flessione delle attività estere delle banche europee andrebbe meglio interpretata come una riduzione della leva finanziaria (ciclica) dopo un eccesso di crescita, piuttosto che come una tendenza a una deglobalizzazione strutturale. Sebbene a partire dalla GCF ci sia stata una tendenza comune tra le banche di maggiori dimensioni a innalzare il rapporto tra capitale e attività ponderate per il rischio (grafico VI.B.2, diagramma di destra, punti neri), le banche europee sono state le uniche a raggiungere questo obiettivo in parte riducendo le attività totali (colonna viola positiva). Altrove, gli istituti di grandi dimensioni hanno raccolto sufficiente capitale tramite la patrimonializzazione degli utili e l'emissione di azioni, espandendo al contempo le attività totali. In altri termini, le banche europee non hanno raccolto il capitale sufficiente al raggiungimento del miglioramento di 5 punti percentuali del loro coefficiente patrimoniale ponderato senza ridimensionare anche le proprie attività. Dato che le banche europee operano in ampia misura all'estero, il ridimensionamento delle loro attività è stato avvertito in tutto il mondo². Di fatto, a eccezione delle banche spagnole, la preferenza per gli impieghi sull'interno (home bias) ha fatto sì che gli impieghi domestici fossero risparmiati dal ridimensionamento.

Un ritiro nel mercato domestico quando una banca ha subito perdite può riflettere un calo dei rendimenti attesi all'estero o un aumento dell'avversione al rischio, soprattutto in caso di perdite all'estero. Ma può riflettere anche delle scelte di politica nell'ambito di un generalizzato sostegno governativo alle banche e di politiche monetarie non convenzionali che hanno come obiettivo il rafforzamento del credito interno³. Sulla base di questa constatazione, l'home bias riscontrato nella riduzione della leva finanziaria delle banche europee potrebbe rispecchiare in parte tali politiche. Ad ogni modo, le statistiche bancarie consolidate identificano l'origine regionale della tendenza emersa negli aggregati mondiali.

¹ P. Lane e G. Milesi-Ferretti, "International financial integration in the aftermath of the global financial crisis", *IMF Working Papers*, n. WP/17/115, 2017. ² R. McCauley, A. Bénétix, P. McGuire e G. von Peter, "Financial deglobalisation in banking?", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione. ³ K. Forbes, D. Reinhardt e T. Wieladek, "The spillovers, interactions, and (un)intended consequences of monetary and regulatory policies", *Journal of Monetary Economics*, vol. 85, pagg. 1-22, 2016.

Globalizzazione e propagazione dei tassi di interesse

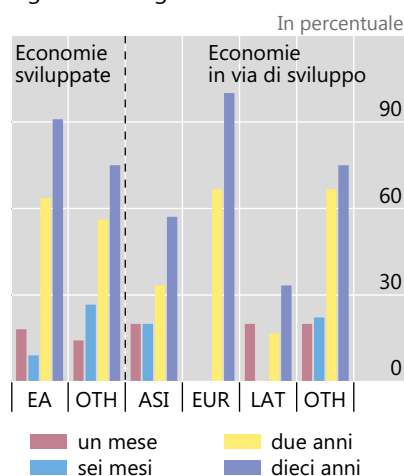
La crescita della globalizzazione ha coinciso col netto accentuarsi del comovimento dei prezzi delle attività a livello mondiale. Ad esempio, la correlazione tra i rendimenti sovrani a dieci anni delle economie avanzate negli ultimi vent'anni è più che raddoppiata rispetto ai due decenni precedenti. Dati i numerosissimi cambiamenti intervenuti nei legami reali e finanziari tra i paesi, è difficile determinare se il comovimento dei prezzi delle attività rifletta fattori comuni o effetti di propagazione provenienti da determinati paesi. Un possibile modo per discernere tra questi due fattori consiste nell'analizzare la reazione dei prezzi delle attività internazionali a un evento inaspettato ("shock") chiaramente riconducibile a un paese.

Uno shock utile per questa analisi è rappresentato dagli annunci di politica monetaria, poiché essi sono principalmente collegati alle condizioni interne a un paese. Dato che i prezzi delle attività tengono conto di tutte le evoluzioni attese, lo shock deve essere misurato come un cambiamento inatteso nella politica monetaria e includere informazioni circa la sua futura traiettoria¹. La reazione dei tassi di interesse a un evento inatteso in materia di politica monetaria in un paese estero è determinata mediante una regressione della variazione giornaliera del tasso di interesse nazionale al momento dell'evento shock di politica monetaria estera, individuata a partire dalla variazione dei tassi di interesse esteri a breve e lungo termine in un periodo di 25 minuti attorno all'annuncio di politica monetaria². La reazione dei tassi di interesse a 1 e 6 mesi e a 2 e 10 anni è analizzata per un campione di 47 economie avanzate ed emergenti.

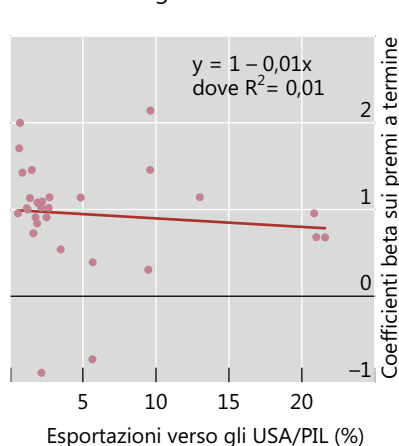
Gli effetti di propagazione del tasso di interesse sono collegati ai legami finanziari e non a quelli commerciali

Grafico VI.C

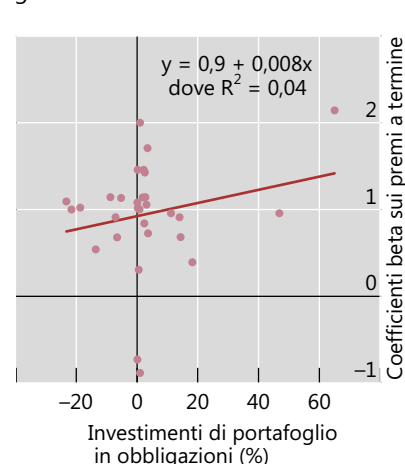
Quota dei tassi di interesse nazionali che mostrano una reazione significativa agli shock statunitensi¹



Correlazione tra l'apertura commerciale e la sensibilità ai tassi di interesse e gli shock statunitensi²



Correlazione tra l'apertura finanziaria e la sensibilità ai tassi di interesse e gli shock statunitensi³



Economie sviluppate: EA = AT, BE, DE, ES, FI, FR, GR, IE, IT, NL, PT; OTH = AU, CA, CH, CZ, DK, GB, HK, IL, JP, KR, NO, NZ, SE, SG, TW, US.
Economie in via di sviluppo: ASI = CN, ID, IN, MY, PH, TH, VN; EUR = PL, RO, TR; LAT = BR, CL, CO, MX, PE, VE; OTH = NG, PK, RU, ZA.

¹ Quota di paesi che evidenziano una reazione statisticamente significativa agli shock di tasso d'interesse provenienti dagli Stati Uniti per gli overnight index swap a uno e sei mesi e per i rendimenti a due e 10 anni. I raggruppamenti regionali di paesi sono definiti in base alla classificazione dell'FMI. ² Diagramma di dispersione del coefficiente sui premi a termine nella regressione degli effetti di propagazione del rendimento a 10 anni contro il rapporto tra le esportazioni di ogni paese verso gli Stati Uniti rispetto al PIL del paese stesso. La correlazione non è statisticamente significativa. ³ Diagramma di dispersione del coefficiente sui premi a termine nella regressione degli effetti di propagazione del rendimento a 10 anni contro il rapporto tra gli investimenti di portafoglio in obbligazioni e il PIL. La correlazione è statisticamente significativa a un valore P di 0,12.

Fonte: J. Kearns, A. Schimpf e D. Xia, "The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione.

Dai risultati emergono notevoli effetti di propagazione tra i paesi, in particolare riguardanti i tassi di interesse a lungo termine e provenienti dagli Stati Uniti. Ad esempio, i rendimenti obbligazionari a 10 anni in 34 dei 47 paesi evidenziano una reazione statisticamente significativa agli shock statunitensi, a fronte di un numero di paesi di circa la metà di questo numero per gli shock legati ai tassi di interesse in euro e di appena 5-8 paesi per gli shock provenienti dalle banche centrali di cinque altre economie avanzate. Le reazioni sono rilevanti anche da un punto di vista economico: per il paese mediano, i rendimenti a lungo termine sono cresciuti di 4 punti base in risposta a un aumento di 10 punti base dei premi a termine statunitensi. La rilevanza degli annunci di politica monetaria statunitensi è legata al ruolo preponderante del dollaro USA nei mercati finanziari internazionali. Gli effetti di propagazione internazionali sono inoltre chiaramente maggiori per i tassi di interesse a più lungo termine. Per i tassi di interesse a uno e sei mesi, solo otto paesi hanno evidenziato effetti di propagazione significativi provenienti dai tassi di interesse statunitensi. Di contro, per quanto riguarda i rendimenti obbligazionari a due anni e a 10 anni, rispettivamente 23 e 34 paesi hanno mostrato reazioni significative (grafico VI.C, diagramma di sinistra).

Gli effetti di propagazione dei tassi di interesse sono più strettamente connessi all'apertura finanziaria che a quella commerciale. L'intensità degli effetti di propagazione del tasso di interesse non mostra alcuna relazione con l'apertura commerciale, misurata in termini di rapporto commercio/PIL (grafico VI.C, diagramma centrale), ma piuttosto una correlazione con delle misure di apertura finanziaria. Ad esempio, esiste una relazione statisticamente significativa tra l'intensità della propagazione dei tassi di interesse e l'apertura finanziaria, misurata in termini di rapporto tra investimenti di portafoglio in obbligazioni e PIL (grafico VI.C, diagramma di destra).

① Gli shock usati sono tratti da M. Ferrari, J. Kearns e A. Schrimpf, "Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates", *BIS Working Papers*, n. 626, 2017. La reazione dei tassi di interesse agli shock di politica monetaria provenienti da sette banche centrali è descritta in J. Kearns, A. Schrimpf and D. Xia, "The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione. ② Tre shock sono usati per cogliere appieno la portata delle informazioni nell'annuncio di politica monetaria da parte della banca centrale: 1) la variazione nel tasso di interesse a un mese sugli overnight index swap (definito come "shock target"); 2) la variazione nel rendimento obbligazionario a due anni ortogonale al primo shock (definito come "shock di traiettoria"); 3) la variazione del rendimento obbligazionario a dieci anni ortogonale ai primi due shock (definito come "shock dei premi a termine").

Note di chiusura

- ¹ Questo capitolo non affronta il tema dei flussi migratori tra nazioni, un altro importante aspetto della globalizzazione. Borjas (2015) passa in rassegna i benefici che la migrazione potrebbe apportare al PIL. Ovviamente ci sarebbero molti ostacoli pratici alla materializzazione di questi benefici. Inoltre, questo capitolo utilizza misure de facto di apertura reale e finanziaria, che si basano sui risultati osservati, piuttosto che misure de jure, basate sulle norme e sulle restrizioni giuridiche. Di solito le misure de facto forniscono un miglior indicatore dell'effettiva apertura dato che le misure de jure non tengono conto dell'efficacia dei controlli o della protezione implicita.
- ² Ciò è più evidente nelle EME, dove la quota sale a circa due terzi contro circa un terzo nelle economie avanzate, stando alle elaborazioni a partire dai dati usati da Casas et al. (2016). Cfr. anche Ito e Chinn (2015).
- ³ Cfr. CSFG (2014). È stato empiricamente osservato che le banche estere sostengono le esportazioni dalle EME aiutando a fornire finanziamenti esterni e garanzie di pagamento (Claessens et al. (2015)).
- ⁴ Per esempio, le vendite delle controllate delle multinazionali statunitensi hanno un'ampia diffusione, avendo come destinatari: il loro mercato nazionale (più della metà), paesi terzi (un terzo) e gli Stati Uniti (11%) (Antràs e Yeaple (2014)). Le multinazionali non solo si lanciano sempre di più negli IDE e nel commercio ma contribuiscono alla diffusione della tecnologia concentrando la ricerca e lo sviluppo nella casa madre e la produzione nelle controllate (Keller (2010)). Nel secondo strato, il trasferimento di conoscenze e di idee può promuovere il commercio ma agire anche come suo sostitutivo, come suggerisce Baldwin (2016).
- ⁵ Cfr. Kim e Shin (2016) sul legame tra la lunghezza della catena di produzione e l'intensità del finanziamento esterno richiesto.
- ⁶ Il livello esatto di apertura commerciale è diverso a seconda delle stime, ma il profilo è simile; cfr. Federico e Tena-Junguito (2016), Klasing e Milionis (2014) e Estevadeordal, Frantz e Taylor (2003).
- ⁷ Irwin (2002) attribuisce la metà del crollo del commercio mondiale nel periodo 1929-32 alle tariffe più elevate, ai limiti alle importazioni e ai controlli sui cambi.
- ⁸ Per esempio, Constantinescu et al. (2017) sostengono che gli accordi commerciali hanno sostenuto la crescita del commercio di 2 punti percentuali all'anno a partire dal 1995, mentre secondo Meissner (2014) gli episodi di crescita marcata hanno visto il commercio aumentare più velocemente del PIL.
- ⁹ Per una panoramica delle catene di valore mondiale, cfr. Elms e Low (2013), Kowalski et al. (2015), OMC (2014) e i riferimenti bibliografici contenuti all'interno.
- ¹⁰ Cfr. Antràs e Yeaple (2014) e Bernard et al. (2009).
- ¹¹ Riguardo ai fattori che hanno contribuito alla crescita degli investimenti di tipo azionario, cfr. Kose et al. (2009) e Koepke (2015).
- ¹² Cfr. Avdjiev et al. (2014) e Gruić et al. (2014).
- ¹³ Cfr. Lane e Milesi-Ferretti (2017).
- ¹⁴ Cfr. l'analisi e i riferimenti bibliografici contenuti in Caruana (2017).
- ¹⁵ Esistono vari studi sul crollo e la conseguente debolezza del commercio. Una selezione include Baldwin (2009), Constantinescu et al. (2015, 2017), BCE (2016), Hoekman (2015), FMI (2016) e Haugh et al. (2016).
- ¹⁶ Amiti e Weinstein (2011), Ahn et al. (2011) Chor e Manova (2012) e Cheung e Guichard (2009) riscontrano evidenze dell'impatto dell'inasprimento delle condizioni creditizie sul calo del commercio, mentre Paravisini et al. (2015) e Levchenko et al. (2010) sostengono il contrario.
- ¹⁷ Cfr. Milesi-Ferretti e Tille (2011).
- ¹⁸ Cfr. per esempio, Borio (2014) e Caruana (2017).
- ¹⁹ Cfr. Shin (2013).
- ²⁰ Cfr. Claessens e van Horen (2015) e CGFS (2014).
- ²¹ Per una rassegna delle disuguaglianze di reddito nel mondo, cfr. Bourguignon (2015), Lakner e Milanović (2015), Deaton (2013) e Milanović (2013). Cfr. anche Pereira da Silva (2016).
- ²² Cfr. Milanović (2013).

- ²³ Una tendenza analoga emerge anche per il 10% degli individui a reddito più elevato, ma le statistiche relative al periodo precedente agli anni ottanta sono meno esaustive per questa misura.
- ²⁴ Cfr. Piketty e Saez (2014).
- ²⁵ Dabla-Norris et al. (2015) rilevano che un incremento della quota di reddito per il 20% degli individui a reddito più elevato deprime la crescita (ma un incremento per il 20% a reddito più basso la favorisce), mentre Ostry et al. (2014) giungono alla stessa conclusione utilizzando un coefficiente di Gini per misurare le disuguaglianze. Halter et al. (2014) mostrano che le disuguaglianze alimentano la crescita nel breve periodo, ma non a lungo termine.
- ²⁶ Cfr. Cline (1997) e FMI (2007).
- ²⁷ Diversi documenti trattano del tema del commercio e della crescita, tra cui Frankel e Romer (1999), Irwin e Terviö (2002), Lee et al. (2004) e Noguer e Siscart (2005). Broda e Weinstein (2006) mostrano che la maggiore varietà dei beni è una fonte importante di benefici derivanti dal commercio.
- ²⁸ Kose et al. (2006) forniscono un esame approfondito e giungono alla conclusione che i benefici sono indiretti e difficilmente misurabili. Rodrik e Subramanian (2009), e i riferimenti ivi contenuti, offrono una sintesi dell'assenza di solidi riscontri di vantaggi concreti derivanti dalla globalizzazione finanziaria. Tuttavia, da alcune ricerche, ad esempio Alfaro et al. (2004), Bekaert et al. (2005) e Klein e Olivei (2008), emerge che la liberalizzazione dei mercati finanziari e dei capitali favorisce la crescita.
- ²⁹ Cfr. Fajjgelbaum e Khandelwal (2016).
- ³⁰ Beck et al. (2007) giungono alla conclusione che il maggiore accesso ai finanziamenti ha portato a un incremento dei redditi per i poveri. Ciò è stato confermato recentemente da Ben Naceur e Zhang (2016) per la maggior parte delle misure di sviluppo finanziario, ma non per la liberalizzazione finanziaria. Anche la riduzione delle limitazioni sulle operazioni delle banche può favorire i redditi delle famiglie più povere, come mostrato da Beck et al. (2010).
- ³¹ Cfr. Claessens e Perotti (2007) per una sintesi.
- ³² Autor et al. (2017) riscontrano evidenze che il calo della quota del reddito da lavoro è riconducibile principalmente alle riallocazioni tra le aziende, piuttosto che a una flessione della media non ponderata della quota di reddito da lavoro all'interno delle aziende. Collegano questo risultato alla prova che le aziende più produttive in ogni settore sono le maggiori beneficiarie della globalizzazione.
- ³³ Che l'apertura finanziaria porti a maggiori disuguaglianze di reddito è una constatazione diffusa nella letteratura. A questo riguardo, cfr. ad esempio Cabral et al. (2016), Figini e Görg (2011), FMI (2007) e Jaumotte et al. (2013). Si tratta di una constatazione che non è principalmente circoscritta alle EME. Ad esempio, anche per i paesi dell'OCSE, dalle analisi di Denk e Cournède (2015) emerge che l'espansione finanziaria ha accresciuto le disuguaglianze di reddito e che non ci sono prove che ciò sia dovuto alle crisi finanziarie.
- ³⁴ Sebbene diversi studi abbiano rilevato che l'apertura commerciale ha ridotto le disuguaglianze (Jaumotte et al. (2013), FMI 2007)), e probabilmente portato al calo della disoccupazione (Görg (2011)), ciò contrasta con l'analisi di ricerche nazionali di Goldberg e Pavcnik (2007). Queste conclusioni opposte potrebbero riflettere l'influenza di altri fattori nella relazione tra commercio e disuguaglianze. Ad esempio, Milanović (2005) rileva che l'apertura commerciale riduce la quota di reddito dei poveri nei paesi con redditi bassi, ma la accresce nei paesi con redditi più elevati.
- ³⁵ Per una rassegna sul calo della quota del reddito da lavoro, cfr. ILO e OCSE (2014) e Karabounis e Neiman (2014).
- ³⁶ Cfr. Autor et al. (2013).
- ³⁷ Borio et al. (2011) illustrano il ruolo che può svolgere il capitale internazionale nel favorire gli eccessi finanziari interni. Diversi studi giungono alla conclusione che le crisi finanziarie portano a maggiori disuguaglianze: cfr. Bazillier e Héricourt (2014), de Haan e Sturm (2017), Atkinson e Morelli (2011), Baldacci et al. (2002) e Li e Yu (2014), sebbene altri la smentiscano: cfr. Denk e Cournède (2015), Honohan (2005) e Jaumotte e Osorio Buitron (2015). In parte queste differenze possono riflettere il fatto che l'impatto delle crisi sulle disuguaglianze è apparentemente maggiore per le EME rispetto alle economie avanzate; cfr. Galbraith e Jiaqing (1999) e Agnello e Sousa (2012). Chen e Ravallion (2010) notano l'impatto significativo delle crisi finanziarie sulla povertà.
- ³⁸ Cfr. Rey (2015).

- ³⁹ Per ulteriori evidenze empiriche sulla prociclicità dei flussi di capitale rispetto alla crescita del PIL nazionale, cfr. Broner et al. (2013), Contessi et al. (2013), Bluedorn et al. (2013), Hoggarth et al. (2016) e Avdjiev et al. (2017b). Hoggarth et al. (2016) esaminano inoltre la prociclicità dei flussi di capitale rispetto al credito interno. Per ulteriori evidenze empiriche sulla prociclicità dei flussi di capitale rispetto a fattori internazionali, cfr. Koepke (2015), Nier et al. (2014) e Eichengreen et al. (2017).
- ⁴⁰ Cfr. Borio et al. (2011), Avdjiev et al. (2012) e Lane e McQuade (2014).
- ⁴¹ Cfr. Shin (2016).
- ⁴² Cfr. Avdjiev et al. (2017a).
- ⁴³ Cfr. Borio (2014, 2016) e Caruana (2015).
- ⁴⁴ Cfr. Shin (2015).
- ⁴⁵ Sul canale dell'assunzione di rischio delle oscillazioni dei tassi di cambio, cfr. Bruno e Shin (2015, 2017) e Hofmann et al. (2016).
- ⁴⁶ Per una rassegna recente delle politiche che possono rendere le riforme commerciali più eque, cfr. FMI-Banca mondiale-OMC (2017).
- ⁴⁷ Cfr. Borio (2014).
- ⁴⁸ Caballero et al. (2005) dimostrano i benefici della condivisione del rischio tramite una comparazione tra Australia e Cile nella crisi finanziaria asiatica.
- ⁴⁹ Cfr. Agénor et al. (2017).

Riferimenti bibliografici

- Agénor, P.-R., E. Kharroubi, L. Gambacorta, G. Lombardo e L. A. Pereira da Silva (2017): "The international dimensions of macroprudential policies", *BIS Working Papers*, n. 643, giugno.
- Agnello, L. e R. Sousa (2012): "How do banking crises impact on income inequality?", *Applied Economics Letters*, vol. 19, n. 15, pagg. 1425-9.
- Ahn, J., M. Amiti e D. Weinstein (2011): "Trade finance and the great trade collapse", *American Economic Review*, vol. 101, n. 3, pagg. 298-302.
- Alfaro, L., A. Chanda, S. Kalemli-Ozcan e S. Sayek (2004): "FDI and economic growth: the role of local financial markets", *Journal of International Economics*, vol. 64, n. 1, pagg. 89-112.
- Amity, M. e D. Weinstein (2011): "Exports and financial shocks", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, n. 4, pagg. 1841-77.
- Antràs, P. e S. Yeaple (2014): "Multinational firms and the structure of international trade", *Handbook of International Economics*, vol. 4, capitolo 2, pagg. 55-130.
- Atkinson, A. e S. Morelli (2011): "Economic crises and inequality", *United Nations Human Development Research Paper 2011/06*.
- Autor, D., D. Dorn e G. Hanson (2013): "The China syndrome: local labor market effects of import competition in the US", *American Economic Review*, vol. 103, n. 6, pagg. 2121-68.
- Autor, D., D. Dorn, L. Katz, C. Patterson e J. Van Reenen (2017): "Concentrating on the fall of the labor share", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 107, n. 5, pagg. 180-5.
- Avdjiev, S., M. Chui, H. S. Shin (2014): "Imprese non finanziarie delle economie emergenti e flussi di capitali", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre (versione integrale disponibile solo in inglese).
- Avdjiev, S., L. Gambacorta, L. Goldberg e S. Schiaffi (2017a): "The shifting drivers of global liquidity", *BIS Working Papers*, n. 644, giugno.
- Avdjiev, S., B. Hardy, S. Kalemli-Ozcan e L. Servén (2017b): "Gross capital inflows to banks, corporates and sovereigns", *NBER Working Papers*, n. 23116.
- Avdjiev, S., R. McCauley e P. McGuire (2012): "Rapid credit growth and international credit: challenges for Asia", *BIS Working Papers*, n. 377, aprile.
- Baldacci, E., L. de Mello e G. Inchauste (2002): "Financial crises, poverty, and income distribution", *IMF Working Papers*, n. WP/02/4.
- Baldwin, R. (a cura di) (2009): *The great trade collapse: causes, consequences and prospects*, CEPR e-book.
- (2016): *The great convergence*, Harvard University Press.
- Banca centrale europea (2016): "Understanding the weakness in global trade. What is the new normal?", IRC Trade Task Force, *Occasional Paper Series*, n. 178.
- Bazillier, R. e J. Héricourt (2014): "The circular relationship between inequality, leverage, and financial crises: intertwined mechanisms and competing evidence", *CEPII Working Papers*, n. 2014-22.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt e R. Levine (2007): "Finance, inequality and the poor", *Journal of Economic Growth*, vol. 12, n. 1, pagg. 27-49.
- Beck, T., R. Levine e A. Levkov (2010): "Big bad banks? The winners and losers from bank deregulation in the United States", *The Journal of Finance*, vol. 65, n. 5, pagg. 1637-67.
- Bekaert, G., C. Harvey e C. Lundblad (2005): "Does financial liberalization spur growth?", *Journal of Economic Growth*, vol. 77, n. 1, pagg. 3-55.
- Ben Naceur, S. e R. X. Zhang (2016): "Financial development, inequality and poverty: some international evidence", *IMF Working Papers*, n. WP/16/32.
- Bergstrand, J. (1985): "The gravity equation in international trade: some microeconomic foundations and empirical evidence", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 67, n. 3, pagg. 474-81.
- Bernard, A., J. Bradford Jensen e P. Schott (2009): "Importers, exporters, and multi-nationals: a portrait of firms in the US that trade goods", in T. Dunne, J. Bradford Jensen e M. Roberts (a cura di), *Producer dynamics: new evidence from micro data*, National Bureau of Economic Research, pagg. 513-52.
- Bluedorn, J., R. Duttagupta, J. Guajardo e P. Topalova (2013): "Capital flows are fickle: anytime, anywhere", *IMF Working Papers*, n. WP/13/183.

- Borio, C. (2014): "The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?", *Journal of Banking & Finance*, vol. 45, n. C, pagg. 182-98.
- (2016): "More pluralism, more stability?", presentazione alla Settima conferenza di alto livello della Banca nazionale svizzera-Fondo monetario internazionale sul Sistema monetario internazionale, Zurigo, 10 maggio.
- Borio, C., R. McCauley e P. McGuire (2011): "Global credit and domestic credit booms", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre (versione integrale disponibile solo in inglese).
- Borjas, G. (2015): "Immigration and globalization: a review essay", *Journal of Economic Literature*, vol. 53, n. 4, pagg. 961-74.
- Bourguignon, F. (2015): *The globalization of inequality*, Princeton University Press.
- Broda, C. e D. Weinstein (2006): "Globalization and the gains from variety", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 121, n. 2, pagg. 541-85.
- Broner, F., T. Didier, A. Erce e S. Schmukler (2013): "Gross capital flows: dynamics and crises", *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, n. 1, pagg. 113-33.
- Bruno, V. e H.S. Shin (2015): "Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, pagg. 119-132.
- (2017): "Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis", *Review of Financial Studies*, vol. 30, pagg. 703-49.
- Caballero, R., K. Cowan e J. Kearns (2005): "Fear of sudden stops: lessons from Australia and Chile", *The Journal of Policy Reform*, vol. 8, n. 4, pagg. 313-54.
- Cabral, R., R. García-Díaz e A. Varela Mollick (2016): "Does globalization affect top income inequality?", *Journal of Policy Modeling*, vol. 38, n. 5, pagg. 916-40.
- Caruana, J. (2015): "The international monetary and financial system: eliminating the blind spot", discorso alla conferenza del FMI *Rethinking macro policy III: progress or confusion?*, Washington DC, 16 aprile.
- (2017): "Have we passed 'peak finance'?", discorso presso International Center for Monetary and Banking Studies, Ginevra, 28 febbraio.
- Casas, C., F. Diez, G. Gopinath e P.-O. Gourinchas (2016): "Dominant currency paradigm", *NBER Working Papers*, n. 22943.
- (2017): "Dominant currency paradigm: a new model for small open economies", mimeo.
- Chen, S. e M. Ravallion (2010): "The developing world is poorer than we thought, but no less successful in the fight against poverty", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, n. 4, pagg. 1577-1625.
- Cheung, C. e S. Guichard (2009): "Understanding the world trade collapse", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 729.
- Chor, D. e K. Manova (2012): "Off the cliff and back? Credit conditions and international trade during the global financial crisis", *Journal of International Economics*, vol. 87, n. 1, pagg. 117-33.
- Claessens, S., O. Hassib e N. van Horen (2015): "The role of foreign banks in trade", Federal Reserve Board, Maastricht University, De Nederlandsche Bank.
- Claessens, S. e E. Perotti (2007): "Finance and inequality: channels and evidence", *Journal of Comparative Economics*, vol. 35, n. 4, pagg. 748-73.
- Claessens, S. e N. van Horen (2015): "The impact of the global financial crisis on banking globalization", *IMF Economic Review*, vol. 63, n. 4, pagg. 868-918.
- Cline, W. (1997): *Trade and income distribution*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Cohen, B. e M. Scatigna (2016): "Banks and capital requirements", *Journal of Banking and Finance*, vol. 69, sup. 1, pagg. S56-S69.
- Comitato sul sistema finanziario globale (2014): "EME banking systems and regional financial integration", *CGFS Publications*, n. 51.
- Contessi, S., P. De Pace e J. Francis (2013): "The cyclical properties of disaggregated capital flows", *Journal of International Money and Finance*, 32, pagg. 528-55.
- Constantinescu, C., A. Mattoo e M. Ruta (2015): "The global trade slowdown: cyclical or structural?", *IMF Working Papers*, n. WP/15/6.

- (2017): "Trade developments in 2016: policy uncertainty weighs on world trade", *Global Trade Watch*, Banca mondiale, Washington DC.
- Dabla-Norris, E., K. Kochhar, N. Suphaphiphat, F. Ricka e E. Tsounta (2015): "Causes and consequences of income inequality: a global perspective", *IMF Staff Discussion Note* 15/13.
- Darvas (2016): "Some are more equal than others: new estimates of global and regional inequality", *Bruegel Working Paper* 8.
- Deaton, A. (2013): *The great escape, health, wealth and the origins of inequality*, Princeton University Press.
- de Haan, J. e J.-E. Sturm (2017): "Finance and income inequality: a review and new evidence", *European Journal of Political Economy*.
- Denk, O. e B. Cournède (2015): "Finance and income inequality in OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1224.
- Eichengreen, B., P. Gupta e O. Masetti (2017): "Are capital flows fickle? Increasingly? and does the answer still depend on type?", Banca mondiale, *Policy Research Working Paper* 7972.
- Elms, D. e P. Low (a cura di) (2013): *Global value chains in a changing world*, Organizzazione mondiale del commercio, Ginevra.
- Estevadeordal, A., B. Frantz e A. Taylor (2003): "The rise and fall of world trade, 1870-1939", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n. 2, pagg. 359-407.
- Fajgelbaum, P. e A. Khandelwal (2016): "Measuring the unequal gains from trade", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n. 3, pagg.1113-80.
- Federico, G. e A. Tena-Junguito (2017): "A tale of two globalizations: gains from trade and openness 1800-2010", *Review of World Economics*, pagg. 1-25.
- Ferrari, M., J. Kearns e A. Schrimpf (2017): "Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates", *BIS Working Papers*, n. 626, aprile.
- Figini, P. e H. Görg (2011): "Does foreign direct investment affect wage inequality? An empirical investigation", *The World Economy*, vol. 34, n. 9, pagg. 1455-75.
- Fondo monetario internazionale (2007): "Globalization and inequality", *World Economic Outlook*, ottobre, Capitolo 4.
- (2016): "Global trade: what's behind the slowdown?", *World Economic Outlook*, ottobre, Capitolo 2.
- Fondo monetario internazionale, Banca mondiale e Organizzazione mondiale del commercio (2017): *Making trade an engine of growth for all: the case for trade and for policies to facilitate adjustment*.
- Forbes, K. e F. Warnock (2012): "Debt- and equity-led capital flow episodes", *NBER Working Papers*, n. 18329.
- Forbes, K., D. Reinhardt e T. Wieladek (2016): "The spillovers, interactions, and (un)intended consequences of monetary and regulatory policies", *Journal of Monetary Economics*, vol. 85, pagg. 1-22.
- Frankel, J. e D. Romer (1999): "Does trade cause growth?", *American Economic Review*, vol. 89, n. 3, pagg. 379-99.
- Galbraith, J. e L. Jiaqing (1999): "Inequality and financial crises: some early findings", University of Texas Inequality Project, *Working Paper* 9.
- Goldberg, P. e N. Pavcnik (2007): "Distributional effects of globalization in developing countries", *Journal of Economic Literature*, vol. 45, n. 1, pagg. 39-82.
- Görg, H. (2011): "Globalization, offshoring and jobs", in M. Bacchetta e M. Jansen (a cura di), *Making globalization socially sustainable*, Organizzazione mondiale del commercio, pagg. 21-48.
- Gruić, B., C. Upper e A. Villar (2014): "Quali informazioni sui rischi può fornire la classificazione settoriale delle affiliate offshore?", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, versione integrale disponibile solo in inglese.
- Halter, D., M. Oechslin e J. Zweimüller (2014): "Inequality and growth: the neglected time dimension", *Journal of Economic Growth*, vol. 19, n. 1, pagg. 81-104.
- Haugh, D., A. Kopoin, E. Rusticelli, D. Turner e R. Dutu (2016): "Cardiac arrest or dizzy spell: why is world trade so weak and what can policy do about it?", *OECD Economic Policy Papers*, n. 18.
- Hoekman, B. (a cura di) (2015): *The global trade slowdown: a new normal?*, VoxEU.org eBook, CEPR.
- Hofmann, B., I. Shim e H. S. Shin (2016): "Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation", *BIS Working Papers*, n. 538, rivisto maggio 2017.

- Hoggarth, G., C. Jung e D. Reinhardt (2016): "Capital inflows – the good, the bad and the bubbly", Bank of England, *Financial Stability Paper* n. 40.
- Honohan, P. (2005): "Banking sector crises and inequality", Banca mondiale, *Policy Research Working Paper* 3659.
- International Labour Organization e Organisation for Economic Co-operation and Development (2015): *The labour share in G20 economies*, rapporto elaborato per il G20 Employment Working Group.
- Irwin, D. (2002): "Long-run trends in trade and income", *World Trade Review*, vol. 1, n. 1, pagg. 89-100.
- Irwin, D. e M. Terviö (2002): "Does trade raise income? Evidence from the twentieth century", *Journal of Economic Growth*, vol. 58, n. 1, pagg. 1-18.
- Ito, H. e M. Chinn (2015): "The rise of the redback: evaluating the prospects for renminbi use in invoicing", in B. Eichengreen e M. Kawai (a cura di), *Renminbi internationalization: achievements, prospects, and challenges*, Brookings Institution Press e Asian Development Bank Institute, pagg. 111-58.
- Jaumotte, F., S. Lall e C. Papageorgiou (2013): "Rising income inequality: technology, or trade and financial globalization?", *IMF Economic Review*, vol. 61, n. 2, pagg. 271-309.
- Jaumotte, F. e C. Osorio Buitron (2015): "Inequality and labor market institutions", *IMF Staff Discussion Note* 15/14.
- Karabarbounis, L. e B. Neiman, (2014): "The global decline of the labor share", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 129, n. 1, pagg. 61-103.
- Kearns, J., A. Schrimpf e D. Xia, "The monetary spillover matrix: explaining interest rate spillovers", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione.
- Keller, W. (2010): "International trade, foreign direct investment, and technology spillovers", *Handbook of the Economics of Innovation*, vol. 2, pagg. 793-829.
- Kim, S.-J. e H. S. Shin (2016): "Productivity and trade: a working capital perspective", mimeo.
- Klasing, M. e P. Milionis (2014): "Quantifying the evolution of world trade, 1870-1949", *Journal of International Economics*, vol. 92, n. 1, pagg. 185-97.
- Klein, M. e G. Olivei (2008): "Capital account liberalization, financial depth, and economic growth", *Journal of International Money and Finance*, vol. 27, n. 6, pagg. 861-75.
- Koepke, R. (2015): „What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature“, MPRA Paper n. 75887, Universität München.
- Kose, M., E. Prasad, K. Rogoff e S.-J. Wei (2006): "Financial globalization: a reappraisal", *IMF Working Papers*, 6189.200, pagg. 1-94.
- (2009): "Financial globalization: a reappraisal", *IMF Staff Papers*, vol. 56, n. 1, pagg. 8-62.
- Kowalski, P., J. López González, A. Ragoussis e C. Ugarte (2015): "Participation of developing countries in global value chains: implications for trade and trade-related policies", *OECD Trade Policy Papers*, n. 179.
- Lakner, C. e B. Milanović (2015): "Global income distribution from the fall of the Berlin Wall to the Great Recession", *Revista de Economía Institucional*, vol. 17, n. 32, pagg. 71-128.
- Lane, P. e P. McQuade (2014): "Domestic credit growth and international capital flows", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 116, n. 1, pagg. 218-52.
- Lane, P. e G. Milesi-Ferretti (2017): "International financial integration in the aftermath of the global financial crisis", *IMF Working Papers*, n. WP/17/115.
- Lee, H. Y., L. Ricci e R. Rigobon (2004): "Once again, is openness good for growth?", *Journal of Development Economics*, vol. 75, n. 2, pagg. 451-72.
- Levchenko, A., L. Lewis e L. Tesar (2010): "The role of financial factors in the great trade collapse: a skeptic's view", manoscritto University of Michigan.
- Li, J. e H. Yu (2014): "Income inequality and financial reform in Asia: the role of human capital", *Applied Economics*, vol. 46, n. 24, pagg. 2920-35.
- McCauley, R., A. Bénétrix, P. McGuire e G. von Peter: "Financial deglobalisation in banking?", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione.
- Meissner, C. (2014): "Growth from globalization? A view from the very long run", *Handbook of Economic Growth*, vol. 2, pagg. 1033-69.

- Milanović, B. (2005): "Can we discern the effect of globalization on income distribution? Evidence from household surveys", *The World Bank Economic Review*, vol. 19, n. 1, pp. 21-44.
- (2013): "Global income inequality in numbers: in history and now", *Global Policy*, vol. 4, n. 2, pp. 198-208.
- Milesi-Ferretti, G. e C. Tille (2011): "The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis", *Economic Policy*, vol. 26, n. 66, pagg. 289-346.
- Nier, E., T. Saadi-Sedik e T. Mondino (2014): "Gross private capital flows to emerging markets: can the global financial cycle be tamed?", *IMF Working Papers*, n. WP/14/196.
- Noguer, M. e M. Siscart (2005): "Trade raises income: a precise and robust result", *Journal of International Economics*, vol. 65, n. 2, pagg. 447-60.
- Obstfeld, M. e A. Taylor (2004): *Global capital markets: integration, crisis, and growth*, Cambridge University Press.
- Organizzazione mondiale del commercio (2014): "The rise of global value chains", *World Trade Report 2014*, Capitolo C.
- Ostry, J., A. Berg e C. Tsangarides (2014): "Redistribution, inequality, and growth", *IMF Staff Discussion Note 14/02*.
- Paravisini, D., V. Rappoport, P. Schnabl e D. Wolfenzon (2015): "Dissecting the effect of credit supply on trade: evidence from matched credit-export data", *The Review of Economic Studies*, vol. 82, n. 1, pagg. 333-59.
- Pereira da Silva, L. A. (2016): "Rethinking development finance: towards a new 'possible trinity' for growth?", discorso all'Atlantic Dialogues 2016, Marrakesh, dicembre.
- Piketty, T. e E. Saez (2014): "Inequality in the long run", *Science*, vol. 344, n. 6186, pagg. 838-43.
- Rey, H. (2015): "Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence", *NBER Working Papers*, n. 21162.
- Rodrik, D. e A. Subramanian (2009): "Why did financial globalization disappoint?", *IMF Staff Papers*, vol. 56, n. 1, pagg. 112-38.
- Shin, H.S. (2013): "The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies", intervento di apertura della Asia Economic Policy Conference organizzata dalla Federal Reserve Bank di San Francisco, 3-5 novembre.
- (2015): "Exchange rates and the transmission of global liquidity", discorso presso la Bank of Korea—conferenza FMI su *Leverage in Asia: lessons from the past, what's new now, and where to watch out for*, Seoul, 11 dicembre.
- (2016): "The bank/capital markets nexus goes global", discorso presso la London School of Economics and Political Science, 15 novembre.