

I. Accelerazione dell'espansione: andare oltre il breve termine

Nell'anno in rassegna l'andamento dell'economia mondiale ha superato le aspettative. La crescita si è rafforzata e diffusa, l'inflazione è rimasta contenuta anche a fronte di ulteriori cali della disoccupazione e, per gran parte del periodo, le condizioni finanziarie mondiali si sono ulteriormente allentate, sebbene le autorità monetarie abbiano mosso piccoli passi verso la normalizzazione delle politiche. Nonostante una lieve perdita di slancio agli inizi del 2018 e il deterioramento del clima di mercato, soprattutto nei confronti delle economie emergenti (EME), al momento della redazione di questo capitolo le previsioni indicano che nel 2018 e 2019 la crescita supererà i tassi potenziali nella maggior parte dei paesi, mentre l'inflazione aumenterà soltanto moderatamente.

Da una prospettiva di più lungo periodo l'economia mondiale ha raccolto i frutti delle misure adottate dalle autorità monetarie e di regolamentazione successivamente alla crisi. In tutto il mondo la ripresa è stata favorita dal periodo prolungato di politiche monetarie particolarmente accomodanti e i sistemi bancari presentano oggi una maggiore capitalizzazione e una migliore capacità di tenuta e sono quindi in grado di sostenere più facilmente l'economia (Capitolo III).

Ora è essenziale fare in modo che lo slancio della crescita si mantenga oltre il breve termine. Finora la ripresa è stata troppo dipendente dalle banche centrali e dalle loro politiche non convenzionali, e ciò ha fatto sorgere delle criticità. Le vulnerabilità finanziarie sono aumentate. I mercati finanziari presentano valutazioni eccessive. In alcune economie si è registrata una forte espansione del credito, spesso accompagnata da un notevole aumento dei prezzi degli immobili e, in alcuni casi, da un forte incremento dell'indebitamento in valuta estera. A livello mondiale il debito totale aggregato del settore non finanziario in rapporto al reddito è ulteriormente cresciuto. Il margine di manovra delle politiche di bilancio e monetarie si è ristretto rispetto al periodo pre-crisi e, in parte a causa della mancata rimozione degli ostacoli strutturali, i tassi di crescita potenziali sul lungo termine sono più bassi. Infine, più di recente, il sistema di scambi commerciali internazionali, sostegno della crescita dalla seconda guerra mondiale, è messo a dura prova da crescenti pressioni protezionistiche. Tutti questi elementi indicano che la crescita si trova di fronte a concreti rischi di ribasso, come recentemente confermato dalle tensioni finanziarie sorte in alcune economie emergenti.

In questo contesto è necessario che le politiche sfruttino la ripresa congiunturale per ridurre i rischi e recuperare margine di manovra per affrontare i rallentamenti futuri. Nello specifico, le politiche di bilancio devono mirare a riguadagnare spazio di azione e quelle strutturali a incrementare il potenziale di crescita. L'indispensabile sistema di scambi commerciali multilaterale e aperto deve essere totalmente salvaguardato e misure macroprudenziali devono essere adottate per rafforzare ulteriormente la resilienza del sistema finanziario e limitare gli eccessi (Capitolo IV). È inoltre auspicabile portare avanti il processo di normalizzazione delle politiche monetarie, tenendo in debito conto le circostanze specifiche di ogni paese. La strada da percorrere è stretta (Capitolo II).

Dopo aver illustrato i cambiamenti avvenuti nel panorama macroeconomico e finanziario durante lo scorso anno, il presente capitolo analizza le prospettive a breve

termine e le politiche necessarie per rendere la crescita più sostenibile. Infine, vengono trattati i rischi che si profilano all'orizzonte.

L'espansione mondiale si rafforza in un contesto di bassa inflazione

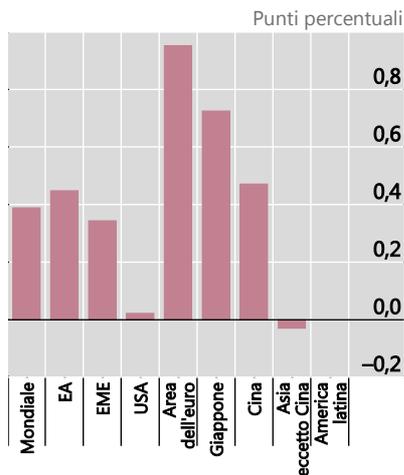
Nell'anno in esame l'attività economica ha segnato un'accelerazione a livello mondiale. Si stima che la crescita del PIL mondiale sia passata dal 3,2% del 2016 al 3,8% del 2017, un valore di 0,4 punti percentuali superiore alle previsioni di fine 2016 e prossimo alla media di lungo periodo. Pur avendo perso un po' di slancio nell'ultimo trimestre del 2017 e nel primo del 2018, in particolare nell'area dell'euro, la crescita è rimasta al di sopra del potenziale nella maggior parte dei paesi.

Rispetto agli ultimi anni l'incremento è stato maggiormente sincronizzato e si è distribuito in maniera più uniforme tra regioni e paesi. I tassi di crescita nelle economie emergenti sono tornati prossimi alle medie storiche, con una ripresa quasi totale dai minimi del 2014 e 2015. La crescita si è ripresa anche in importanti paesi esportatori di materie prime come il Brasile e la Russia, entrambi usciti da recessioni insolitamente lunghe e profonde. Nell'area dell'euro, in Giappone e in Cina la crescita è stata superiore alle aspettative, mentre negli Stati Uniti, in Asia (esclusa la Cina) e in America latina è rimasta in linea con le stime (grafico I.1, diagramma di sinistra).

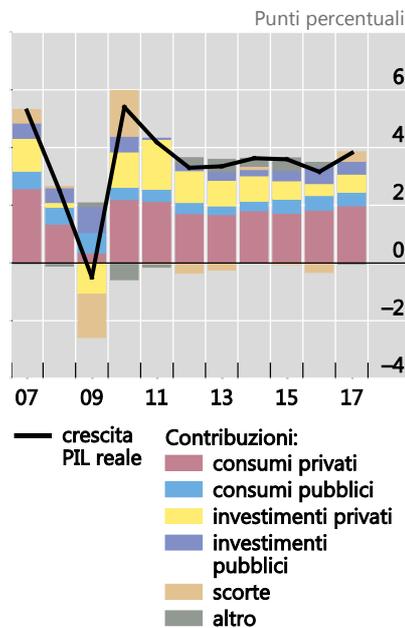
Migliora la crescita del PIL, aumentano gli investimenti e cala la disoccupazione

Grafico I.1

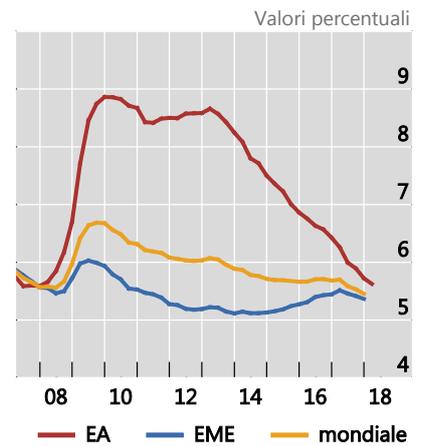
Crescita del PIL nel 2017 rispetto alle aspettative¹



Scomposizione della crescita del PIL reale mondiale²



Tassi di disoccupazione³



¹ Crescita effettiva nel 2017 rispetto alle previsioni di consenso di dicembre 2016 per il 2017; gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio PPA. ² Medie ponderate dei tassi di crescita del PIL reale e tassi di contribuzione in base al PIL e ai tassi di cambio PPA. ³ Medie ponderate in base ai livelli della forza lavoro; le definizioni possono variare a seconda dei paesi.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook*; Banca mondiale; Eurostat; Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

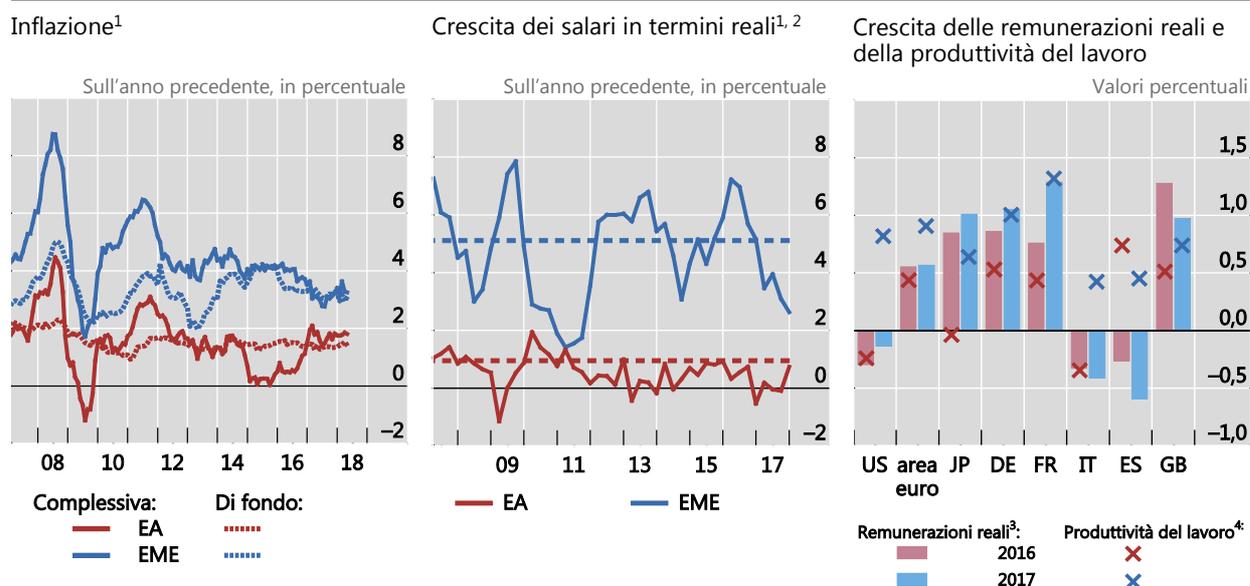
La ripresa si è distribuita in maniera più equilibrata anche in termini di componenti della spesa. Gli investimenti fissi del settore privato, insieme alle scorte, hanno contribuito alla crescita del PIL mondiale per una quota più ampia rispetto al 2016 (grafico I.1, diagramma centrale). Alla loro forte ripresa, e in particolare alla componente non residenziale, è ascrivibile gran parte dell'accelerazione della crescita nelle economie avanzate. Nelle economie emergenti i consumi privati sono stati relativamente più consistenti. Nel complesso, gli investimenti hanno registrato una ripresa anche in queste regioni, ma con dinamiche disomogenee tra i paesi. In particolare, gli investimenti in rapporto al PIL sono diminuiti in Cina, ancora in fase di ribilanciamento della propria economia, mentre sono rimasti contenuti tra i paesi esportatori di materie prime.

Una conseguenza di questi andamenti è stata la notevole espansione della produzione manifatturiera e degli scambi commerciali internazionali. Dopo essere rimasta per anni attestata a livelli inferiori rispetto ai servizi, l'attività manifatturiera ha registrato i tassi di crescita più elevati dal 2014. E, con un incremento annuo di circa il 5% nel 2017, gli scambi commerciali internazionali hanno messo a segno la maggiore crescita da anni, a beneficio degli esportatori di manufatti, soprattutto nell'Asia orientale. Tutto ciò ha contribuito a far risalire i prezzi delle materie prime, che a loro volta hanno sostenuto la ripresa graduale dei paesi esportatori.

Con l'accelerazione della crescita, i tassi di disoccupazione sono crollati ai minimi del periodo post-crisi (grafico I.1, diagramma di destra). È degno di nota il fatto che in alcune principali economie questi minimi siano prossimi a quelli raggiunti dalla fine della guerra. Nell'aprile 2018, ad esempio, la disoccupazione aveva raggiunto il 3,9% negli Stati Uniti (il livello più basso ad eccezione del 2000, del 1966-69 e degli anni cinquanta), il 2,5% in Giappone (il minimo da 25 anni) e il 3,4% in Germania (il minimo da circa 40 anni). In queste economie si sono evidenziate carenze di manodopera, soprattutto tra i lavoratori specializzati e altamente qualificati. I tassi di disoccupazione sono calati rapidamente anche in diverse economie emergenti. Stime standard dell'output gap (sebbene altamente incerte) corroborano la visione secondo la quale diverse economie potrebbero essere prossime a una situazione di pieno utilizzo delle capacità. Detto ciò, il ritmo della ripresa non è stato così positivo ovunque. Malgrado il solido andamento della Germania, il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro, senza dubbio condizionato da fattori strutturali, era rimasto attestato all'8,5% in aprile, con importanti differenze tra gli Stati membri.

In questo contesto, l'inflazione complessiva ha raggiunto livelli prossimi al 2% nelle economie avanzate e di poco superiori al 3% nelle economie emergenti. In entrambi i casi, l'incremento dei prezzi dell'energia ha spinto l'inflazione media complessiva leggermente al rialzo rispetto a quella di fondo (grafico I.2, diagramma di sinistra). L'incremento dell'inflazione complessiva è stato relativamente generalizzato tra le principali economie avanzate, mentre l'inflazione di fondo ha registrato un andamento molto più disomogeneo. Ad eccezione di pochi paesi l'inflazione al consumo di fondo è in linea generale rimasta contenuta. Negli ultimi 12 mesi è cresciuta progressivamente negli Stati Uniti e in Giappone, raggiungendo ad aprile, rispettivamente, il 2,1 e lo 0,4%. Di contro, nello stesso periodo, è oscillata su valori intorno all'1% nell'area dell'euro.

Nel complesso i livelli relativamente bassi dell'inflazione di fondo hanno rispecchiato una debole crescita salariale. Nell'anno in esame, pur essendosi accelerata, la crescita dei salari in termini reali nelle economie avanzate è rimasta comunque inferiore alla media (grafico I.2, diagramma centrale). La crescita delle remunerazioni in termini reali è stata sostanzialmente inferiore ai guadagni di



Le linee tratteggiate nel diagramma centrale indicano le medie del periodo 1° trimestre 2000-più recente per le economie avanzate e 1° trimestre 2001-più recente per le economie emergenti.

¹ Medie ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio PPA; le definizioni possono variare a seconda dei paesi. ² Deflazionata per il deflatore del PIL. Per le economie avanzate, crescita della remunerazione per lavoratore in base alla definizione contenuta nella pubblicazione *Economic Outlook* dell'OCSE. Per le economie emergenti, crescita dei salari; le definizioni possono variare in funzione dei dati disponibili. ³ Remunerazione per lavoratore in base alla definizione contenuta nella pubblicazione *Economic Outlook* dell'OCSE; deflazionata per il deflatore del PIL. ⁴ Prodotto reale per lavoratore.

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

produttività in alcune economie, tra cui gli Stati Uniti e i paesi dell'area dell'euro. In altre economie avanzate, invece, è stata appena superiore o in linea con i guadagni di produttività, con una pressione al rialzo minima o nulla sui costi unitari del lavoro (grafico I.2, diagramma di destra). Nelle economie emergenti la crescita dei salari in termini reali è stata inferiore alle medie storiche.

Una situazione di bassa crescita dei salari e di disoccupazione in calo è abbastanza sorprendente. Vero è che storicamente la crescita salariale non tiene generalmente il passo degli incrementi inflazionistici e di produttività, evidenziando un andamento che coincide con l'erosione secolare della quota del reddito da lavoro. Ma al tempo stesso i dati disponibili indicano che il collegamento tra crescita dei salari (o del costo unitario del lavoro) e misure della capacità inutilizzata nel mercato del lavoro è sempre attivo, sebbene in maniera molto più debole rispetto al passato. Sulla base delle correlazioni storiche, l'inflazione salariale avrebbe dovuto essere più elevata.

Diversi fattori possono contribuire a spiegare la bassa inflazione salariale. Innanzitutto, la capacità inutilizzata nel mercato del lavoro potrebbe essere più abbondante di quanto non lo indichino i dati, in parte a causa degli effetti di isteresi dalla Grande Crisi Finanziaria (GCF), così come dei cambiamenti strutturali dei mercati del lavoro. In alcuni paesi, misure della disoccupazione di più vasta portata, che includono i lavoratori scoraggiati e a tempo parziale, superano di gran lunga i tassi di disoccupazione complessivi (ad esempio, sono prossimi all'8% negli Stati Uniti). Nel periodo post-crisi, i tassi di partecipazione sono aumentati in linea generale, ad eccezione degli Stati Uniti, dove sono inferiori di oltre 3 punti percentuali rispetto al

2008. Questi aumenti rispecchiano in parte una maggiore partecipazione dei lavoratori di età superiore ai 55 anni¹. Di conseguenza, è possibile che le aziende si trovino ancora di fronte a un'offerta di manodopera relativamente elastica, che permette loro di coprire i posti vacanti senza dover offrire salari significativamente più elevati.

Un'altra ragione risiede nel fatto che la globalizzazione, pur avendo probabilmente rallentato il passo negli ultimi anni, continua a far sì che i mercati del lavoro siano fortemente contendibili². Dall'integrazione della Cina e dei paesi dell'ex blocco sovietico agli inizi degli anni novanta, il mondo economico ha potuto contare su un più vasto serbatoio di manodopera. Inoltre, una parte molto più ampia della produzione viene oggi realizzata attraverso catene di valore disseminate in diversi paesi. Nella misura in cui la produzione può essere delocalizzata verso paesi in cui i costi del lavoro sono inferiori, i lavoratori devono far fronte alla concorrenza non solo nel loro mercato locale, ma anche esternamente. Di conseguenza, valutare la capacità inutilizzata del mercato del lavoro soffermandosi unicamente sulle misure relative alla disoccupazione interna può essere fuorviante. Esistono di fatto evidenze che le catene di valore mondiali abbiano reso i costi di produzione locali più sensibili ai fattori esterni e, di conseguenza che i costi unitari del lavoro siano diventati maggiormente sincronizzati tra i paesi³.

Parallelamente, altre forze strutturali, quali l'adozione di nuove tecnologie, si sono intensificate. L'automazione del lavoro guadagna terreno non solo nel settore manifatturiero ma anche in quello dei servizi⁴. Esistono ancora pochi riscontri concreti, ma la recente diffusione della tecnologia può sicuramente esercitare una pressione al ribasso sulla crescita dei salari riducendo ulteriormente il potere contrattuale dei lavoratori. Al contempo, migliorando la produttività, la diffusione della tecnologia può contribuire a evitare incrementi inflazionistici e, di conseguenza, moderare le richieste salariali. Inoltre, essa può condurre a cambiamenti nella struttura del mercato dei prodotti. Indicazioni mostrano che la concentrazione in alcuni settori economici è in aumento, poiché un numero più ridotto di aziende più efficienti guadagna terreno a scapito di altre⁵. I guadagni di produttività da parte di un numero ristretto di aziende possono, almeno in una fase iniziale, determinare parzialmente un calo dei prezzi, direttamente e indirettamente, esercitando pressioni sugli operatori storici del mercato⁶.

Le condizioni finanziarie sono rimaste molto accomodanti per la maggior parte dell'anno

La ripresa mondiale è stata sostenuta da condizioni finanziarie molto accomodanti, che si sono di fatto ulteriormente allentate durante gran parte dell'anno in esame. Solo verso la metà del primo trimestre 2018 sono emersi segnali di un possibile cambiamento significativo, soprattutto per le economie emergenti.

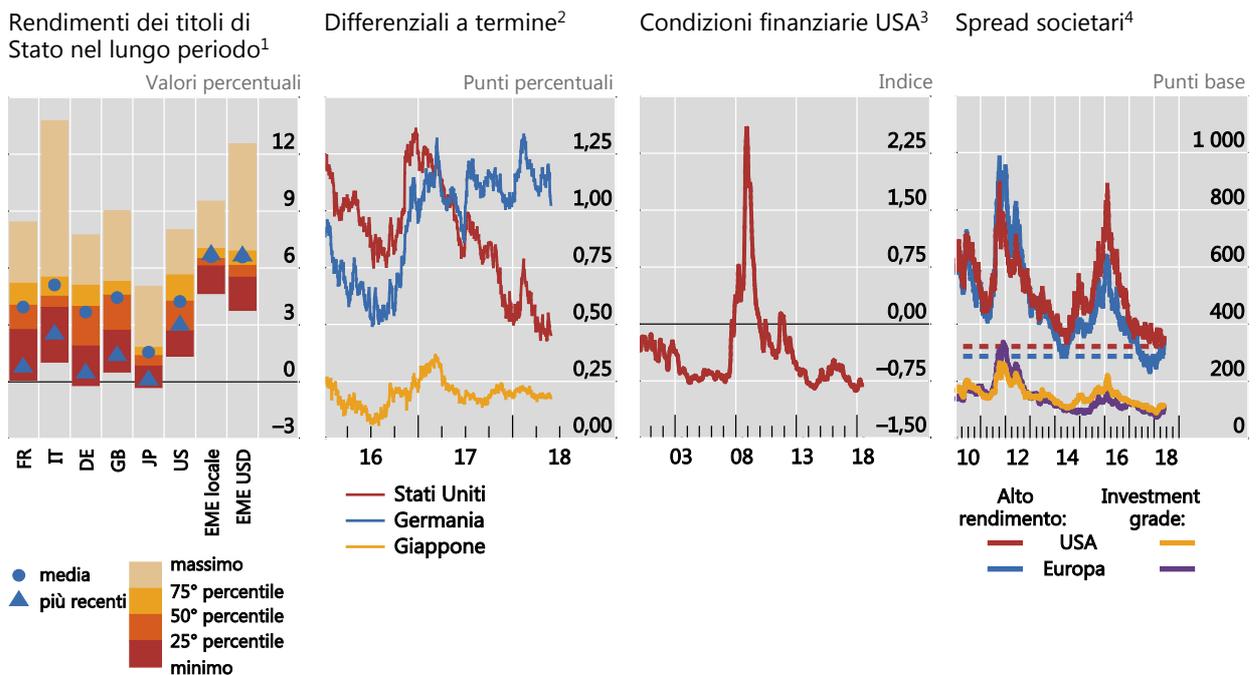
Le principali banche centrali hanno mantenuto un orientamento monetario decisamente accomodante, seppur con una certa divergenza tra le diverse aree geografiche (Capitolo II). La Federal Reserve ha portato avanti un inasprimento molto graduale. La BCE ha esteso l'orizzonte temporale del suo programma di acquisti di attività, ma riducendone leggermente il ritmo. La Bank of Japan ha lasciato invariato il suo orientamento accomodante e la People's Bank of China ha mantenuto inalterati i tassi ufficiali espandendo al contempo il suo uso di linee creditizie.

La reazione dei mercati dei titoli di Stato a queste modifiche delle politiche e alle prospettive di crescita inaspettatamente più robuste è stata, per gran parte del periodo in rassegna, piuttosto contenuta. Negli Stati Uniti i rendimenti decennali sono cresciuti moderatamente, per poi iniziare a salire costantemente al volgere dell'anno fino a raggiungere valori prossimi al 3% a fine aprile. Ciò nonostante, i rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti e in altre principali economie sono rimasti molto bassi rispetto agli standard storici (grafico I.3, primo diagramma). Il profilo della curva dei rendimenti statunitense è rimasto relativamente piatto, rispecchiando premi a termine insolitamente contenuti (Capitolo II), mentre i differenziali a termine nell'area dell'euro si sono mantenuti piuttosto elevati, dopo la netta accentuazione della curva lo scorso giugno (grafico I.3, secondo diagramma).

La compressione dei rendimenti a lungo termine e dei premi a termine negli Stati Uniti è risultata in certa misura sorprendente, alla luce dell'inasprimento monetario e dell'allentamento della politica di bilancio attuati nel paese (Capitolo II). Almeno due forze sembrano aver agito: il persistente impatto della politica monetaria relativamente accomodante nell'area dell'euro e in Giappone e le aspettative da parte degli investitori che le pressioni inflazionistiche sarebbero rimaste sotto controllo persino in un contesto di rafforzamento della crescita, scongiurando così la necessità di un adeguamento delle politiche monetarie⁷.

Nel 2017 e agli inizi del 2018 le condizioni finanziarie mondiali rimangono molto accomodanti

Grafico I.3



Le linee tratteggiate nel quarto diagramma indicano le medie per il periodo 1° giugno 2005-30 giugno 2007.

¹ Rendimento a scadenza. Per le economie avanzate, valori storici di lungo termine dei titoli di Stato decennali in valuta locale, da gennaio 1993; per i titoli delle economie emergenti in valuta locale, indice JPMorgan GBI-EM, scadenza 7-10 anni, da gennaio 2002; per i titoli delle economie emergenti in dollari USA, JPMorgan EMBI Global, scadenza 7-10 anni, da gennaio 2001. ² Differenza tra il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni e quello a due anni. ³ National Financial Conditions Index della Federal Reserve di Chicago; valori positivi (negativi) indicano condizioni finanziarie più restrittive (accomodanti) rispetto alla media. ⁴ Spread rettificati per le opzioni di rimborso (option-adjusted spread).

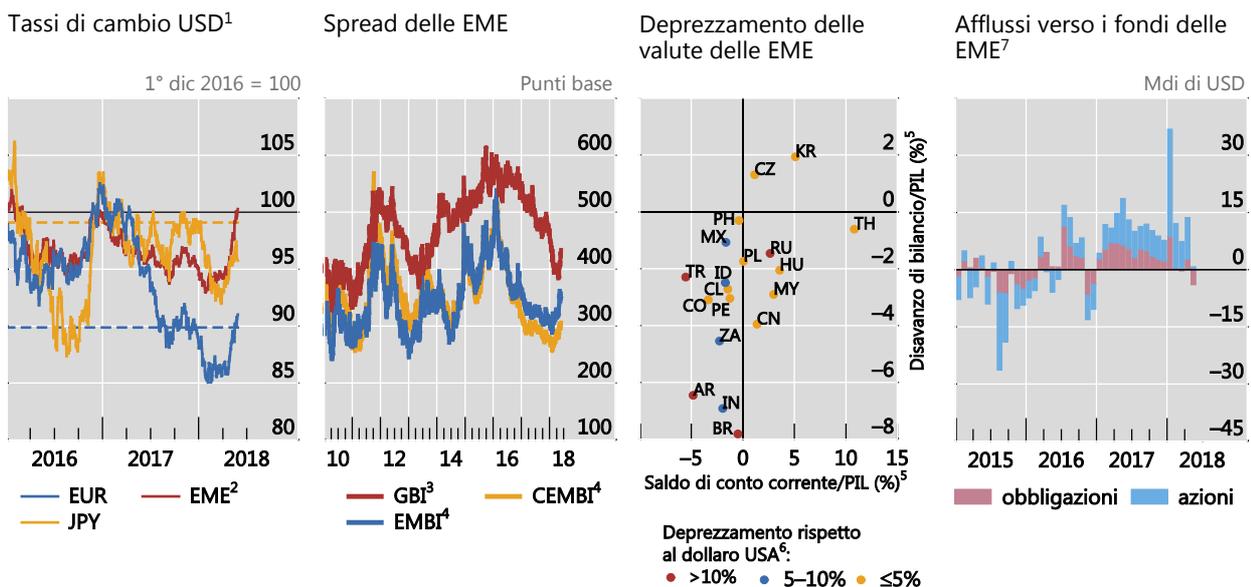
Fonti: Bloomberg; Datastream; indici ICE BofAML; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

Insieme ai bassi rendimenti obbligazionari, altri indicatori relativi al mercato finanziario in generale hanno evidenziato il forte allentamento delle condizioni finanziarie. Negli Stati Uniti un indicatore composito mostra che le condizioni finanziarie hanno di fatto continuato ad allentarsi fino alle fine del 2017 (grafico I.3, terzo diagramma) e, malgrado un successivo lieve inasprimento, sono rimaste più accomodanti di quanto non lo fossero durante la maggior parte del periodo pre-crisi. Sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro, gli spread sui titoli di debito ad alto rendimento e investment grade hanno continuato a ridursi fino a fine 2017 (quarto diagramma), accompagnati dall'incremento dei prezzi delle azioni e da basse volatilità di mercato. Nel primo trimestre 2018 tali condizioni finanziarie molto accomodanti hanno subito una lieve inversione di rotta, dopo che un'impennata della volatilità dei mercati azionari, connessa alla liquidazione di fondi con valori legati all'andamento della volatilità, ha condotto a un brusco calo dei corsi azionari. Pur avendo messo in evidenza possibili dinamiche di mercato destabilizzanti (Capitolo III), questo episodio ha rappresentato una correzione salutare, rimasta in gran parte circoscritta ai mercati azionari⁸.

Fino agli inizi del 2018 l'allentamento delle condizioni finanziarie mondiali è inoltre andato di pari passo con un prolungato deprezzamento del dollaro USA (grafico I.4, primo diagramma). In termini ponderati per il commercio, da dicembre 2016 a marzo 2018 il dollaro ha perso circa l'8%, con oltre la metà di questa perdita corrispondente a un rafforzamento dell'euro, del renminbi e dello yen. Le ragioni di questo deprezzamento non sono chiare. L'inasprimento della politica monetaria

Il rafforzamento del dollaro mette sotto pressione le EME vulnerabili

Grafico I.4



Le linee tratteggiate nel primo diagramma indicano la media di lungo periodo per JPY (gennaio 1987-maggio 2018) e EUR (gennaio 1999-maggio 2018).

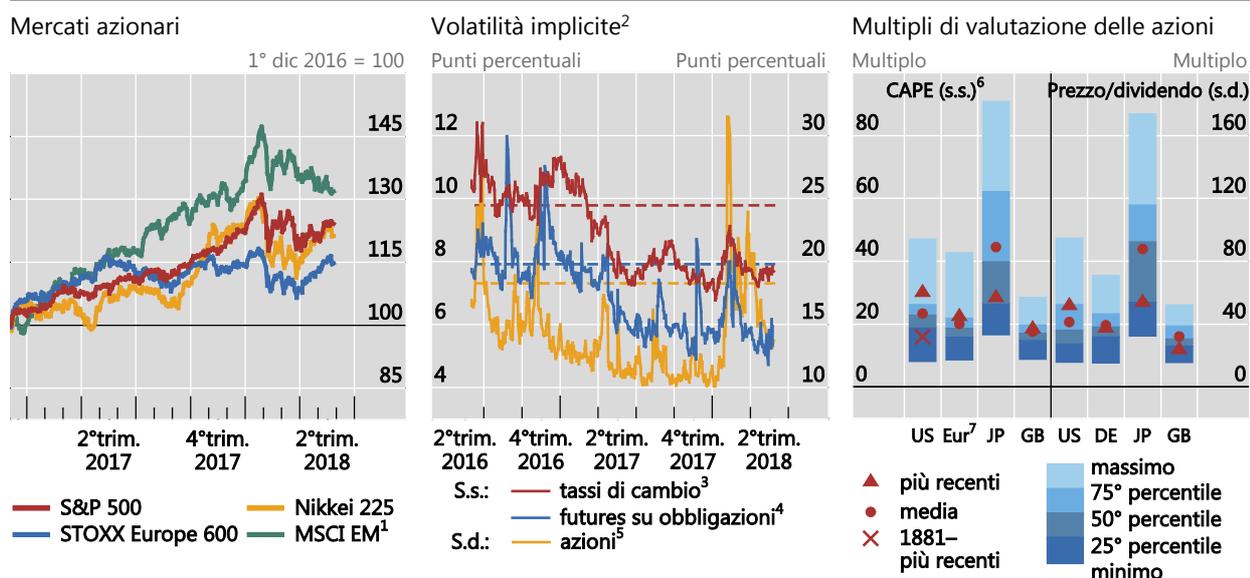
¹ Un aumento indica un apprezzamento nei confronti della valuta indicata. ² Media semplice di AR, BR, CL, CN, CO, CZ, HK, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PH, PL, RU, SA, SG, TH, TR e ZA. ³ Per l'indice JPMorgan GBI-EM (denominato in valuta locale), spread rispetto ai titoli del Tesoro USA a sette anni. ⁴ Per gli indici JPMorgan EMBI Global (denominato in dollari USA) e CEMBI (denominato in dollari USA), spread al netto del valore delle garanzie (stripped spread). ⁵ Dati per il 2017. ⁶ Deprezzamento della valuta del paese indicato nei confronti del dollaro USA nel periodo 1° febbraio-25 maggio 2018; CZ, HU e PL corrette per il deprezzamento dell'euro nell'arco dello stesso periodo. ⁷ Somme mensili dei dati settimanali delle principali economie emergenti fino al 23 maggio 2018. Flussi netti per investimenti di portafoglio (depurati degli effetti di cambio) verso fondi specializzati in singole EME o fondi EME per i quali è disponibile una scomposizione per paesi/regioni.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; Bloomberg; EPFR; JPMorgan Chase; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

statunitense e il conseguente ampliamento dei differenziali di tasso di interesse a breve termine con le altre principali economie avrebbe suggerito un apprezzamento. Tuttavia, non è inusuale che il dollaro si deprezzi a fronte di un inasprimento della politica monetaria: nella metà dei cicli di inasprimento passati il dollaro si è svalutato, incluso nel periodo 2004-06, quando perse circa il 7% in termini ponderati per il commercio. Ciò indica che entrano in gioco altri fattori. Nel 2017, uno di questi è stato l'inatteso rafforzamento dell'economia mondiale rispetto a quella statunitense. Questo fattore può aver favorito la propensione al rischio degli investitori che hanno rivolto il loro interesse verso attività non statunitensi, tra cui obbligazioni dei mercati emergenti, e al contempo anticipato i tempi attesi (e possibilmente accelerato i ritmi attesi) per un ritiro degli stimoli monetari in altre principali economie, soprattutto nell'area dell'euro⁹. Anche le incertezze relative alle politiche dell'amministrazione statunitense, soprattutto in ambito commerciale ma anche in materia di politiche di bilancio, potrebbero aver concorso.

Sebbene sostenute dal miglioramento della crescita, le condizioni finanziarie delle economie emergenti hanno in larga misura rispecchiato il deprezzamento del dollaro. Dopo essersi allentate significativamente fino ai primi mesi del 2018, come mostrato dal forte calo degli spread sulle obbligazioni in valuta locale (oltre 130 punti base da gennaio 2017 a febbraio 2018) e su quelle denominate in dollari (grafico I.4, secondo diagramma), si sono fortemente inasprite nel primo trimestre del 2018, con l'inversione di rotta e l'apprezzamento del dollaro (grafico I.4, primo diagramma) e l'incremento dei rendimenti statunitensi a lungo termine. Ciò ha provocato una pressione sulle valute delle EME, soprattutto quelle dei paesi con posizioni correnti e/o di bilancio più deboli (grafico I.4, terzo diagramma). Serie tensioni sono emerse in Argentina e Turchia, con una richiesta di sostegno inviata dall'Argentina all'FMI nel mese di maggio. Dopo essersi mantenuti positivi per un periodo senza precedenti di 16 mesi, gli investimenti di portafoglio hanno registrato un'improvvisa battuta d'arresto e invertito la rotta a maggio (grafico I.4, quarto diagramma). Gli spread sulle obbligazioni denominate in dollari si sono maggiormente ampliati, in media, rispetto a quelli sui titoli in valuta locale (grafico I.4, secondo diagramma).

Al momento della redazione di questo capitolo è difficile prevedere come l'inasprimento delle condizioni finanziarie si concretizzerà nelle diverse regioni. Nelle principali economie avanzate, gli spread creditizi sono saliti in misura solo modesta, mentre i mercati azionari hanno ripreso la loro traiettoria al rialzo (grafico I.5, diagramma di sinistra). Le volatilità implicite si sono rapidamente attenuate, rimanendo al di sotto delle recenti medie storiche (grafico I.5, diagramma centrale). Detto ciò, permangono timori riguardanti le valutazioni eccessive, soprattutto negli Stati Uniti, dove il rapporto prezzo/utili corretto per il ciclo ha superato la media post-1982 ed è pari a quasi due volte la media di lungo periodo 1881-2017 (grafico I.5, diagramma di destra)¹⁰. Nell'area dell'euro, lo spread dei titoli di Stato italiani rispetto ai Bund tedeschi si è notevolmente ampliato a maggio, in seguito agli sviluppi politici. Nelle economie emergenti le condizioni hanno continuato a deteriorarsi e potrebbe esserci un ulteriore peggioramento se il dollaro USA dovesse continuare ad apprezzarsi.



¹ Indice MSCI Emerging Markets, in dollari USA. ² Le linee tratteggiate rappresentano medie semplici per il periodo gennaio 2010-maggio 2018. ³ Indice JPMorgan VXY Global (indice ponderato per il turnover della volatilità implicita ricavata dalle opzioni at-the-money a tre mesi su tassi di cambio rispetto al dollaro USA). ⁴ Volatilità implicita delle opzioni at-the-money relative ai futures su obbligazioni a lungo termine di Germania, Regno Unito, Giappone e Stati Uniti; media ponderata in base al PIL e alle PPA. ⁵ Volatilità implicita degli indici S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 e Nikkei 225; media ponderata in base alla capitalizzazione di mercato. ⁶ Per il periodo dicembre 1981-aprile 2018; per ciascun paese/regione, il rapporto prezzo/utili corretto per il ciclo (CAPE) è calcolato come indice delle quotazioni azionarie MSCI corretto per l'inflazione (in valuta locale), diviso per la media mobile a 10 anni degli utili realizzati corretti per l'inflazione. ⁷ Economie europee avanzate incluse nell'indice MSCI Europe.

Fonti: Database Shiller, www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls; Barclays; Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

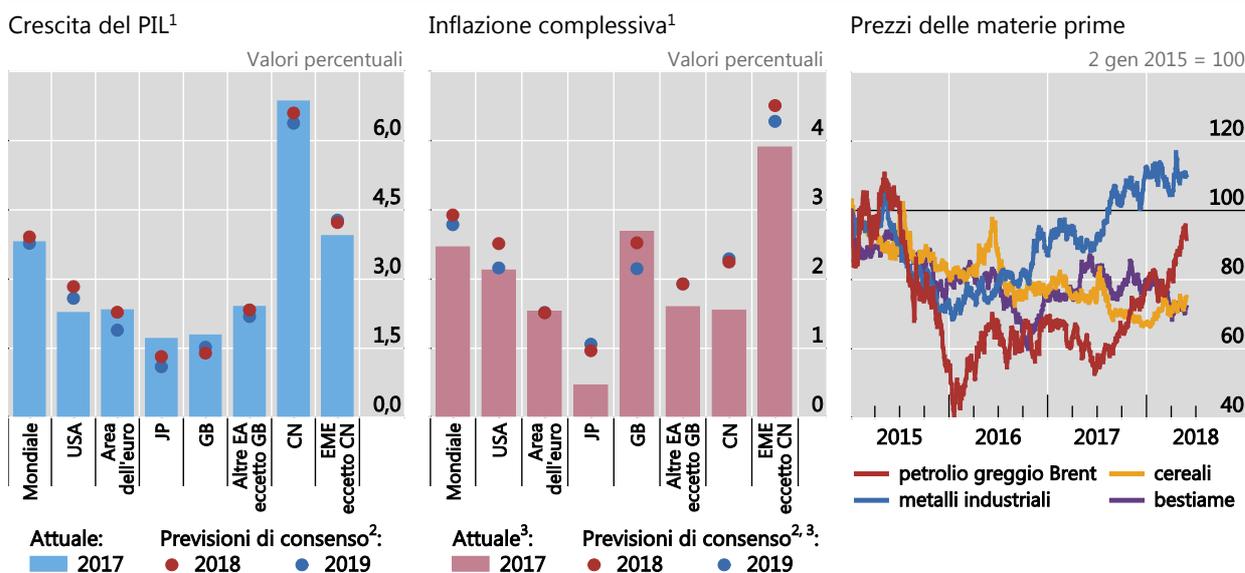
Prospettive a breve termine

L'andamento inaspettatamente vigoroso dell'economia mondiale negli ultimi dodici mesi ha spinto gli analisti a rivedere più volte al rialzo le prospettive di crescita per il 2018 e il 2019 per gran parte dei paesi. Questa tendenza è prevalsa fino al primo trimestre di quest'anno, quando diversi indicatori hanno segnalato una possibile perdita di slancio. Se è vero che da allora le aspettative sono state riviste al ribasso in alcuni paesi, nel complesso le prospettive per l'economia mondiale rimangono ottimistiche. Stando alle attuali previsioni di consenso, la crescita mondiale dovrebbe raggiungere il 3,9% nel 2018, da una stima del 3,8% nel 2017, prima di tornare al 3,8% nel 2019 (grafico I.6, diagramma di sinistra).

Le aspettative di miglioramento della crescita mondiale celano alcune differenze tra le economie. Negli Stati Uniti, dall'annuncio lo scorso dicembre di riforme fiscali e incrementi della spesa pubblica, le proiezioni sono state fortemente innalzate: attualmente è prevista una crescita del PIL al 2,8% nel 2018 e al 2,6% nel 2019, a fronte del 2,3% del 2017. Nell'area dell'euro, invece, il PIL dovrebbe crescere al 2,3% nel 2018, un incremento uguale a quello del 2017, per poi rallentare all'1,9% nel 2019, a seguito della revisione al ribasso degli inizi del 2018. In Giappone la crescita dovrebbe frenare dall'1,7% del 2017 all'1,3% nel 2018 e all'1,1% nel 2019. In altre economie avanzate si prevede un rallentamento nei prossimi due anni. Nelle

Le prospettive a breve termine per la crescita e l'inflazione sono positive nella maggior parte dei paesi

Grafico I.6



¹ Gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio PPA. ² A maggio 2018. ³ Sulla base della media delle variazioni mensili sull'anno precedente dell'IPC, eccetto per AR, BR, CL, CO, MX, PE e RU variazioni dicembre su dicembre).

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; Bloomberg; Consensus Economics; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

economie emergenti, ad esclusione della Cina, le stime sull'incremento della crescita si attestano al 4,2% nel 2018 e al 4,3% nel 2019 (grafico I.6, diagramma di sinistra).

In gran parte dei paesi le previsioni a breve termine superano le stime di crescita potenziale sul lungo periodo, che sono inferiori al periodo pre-crisi e che hanno poche probabilità di risalire a tali livelli dati gli sfavorevoli andamenti demografici e altri ostacoli strutturali. Ad esempio, sulla base delle previsioni di consenso di lungo termine (a sei-dieci anni), si stima attualmente che la crescita di lungo periodo sarà del 2,1% negli Stati Uniti (a fronte dell'oltre 3% del periodo pre-crisi), dell'1,3% nell'area dell'euro (contro il 2% pre-crisi) e dello 0,7% in Giappone (un valore inferiore alla metà della stima pre-crisi). Nelle economie emergenti le aspettative di crescita sul lungo periodo sono crollate, a seconda del paese, di valori compresi tra un quinto e la metà dei livelli pre-crisi.

Le prospettive inflazionistiche sono in generale coerenti con le proiezioni di una crescita più solida (grafico I.6, diagramma centrale). L'inflazione complessiva dovrebbe aumentare in gran parte dei paesi, rispecchiando in parte la riduzione del sottoccupazione della capacità produttiva e della forza lavoro e in parte il recente aumento dei prezzi del petrolio e di altre materie prime. In particolare, stando alle stime di consenso, l'inflazione misurata dall'indice generale dei prezzi (IPC) dovrebbe raggiungere il 2,5% nel 2018 negli Stati Uniti, prima di scendere al 2,2% nel 2019; e in Giappone dovrebbe avvicinarsi all'1% nel 2018 e nel 2019. Nell'area dell'euro, invece, si prevede che l'inflazione complessiva rimanga invariata intorno all'1,5% sia nel 2018 sia nel 2019, seppur con disparità significative tra gli Stati membri. In linea con l'aumento delle aspettative inflazionistiche nel breve periodo, anche le misure di mercato delle aspettative di lungo periodo sono salite negli ultimi 12 mesi negli Stati Uniti e nell'area dell'euro; allo stesso tempo, le previsioni di consenso per l'inflazione a sei-dieci anni sono rimaste eccezionalmente stabili. L'aumento dei prezzi del

petrolio e dei metalli industriali dello scorso anno dovrebbe sostenere i futuri incrementi attesi dell'inflazione complessiva (grafico I.6, diagramma di destra).

Nel breve periodo l'espansione mondiale dovrebbe essere sostenuta da diversi fattori, che si rafforzano a vicenda. Innanzitutto, a livello globale, i bassi tassi di disoccupazione, la lieve accelerazione della crescita salariale e le aspettative di un incremento inflazionistico limitato dovrebbero favorire la spesa delle famiglie. In secondo luogo, i dati superiori alla media relativi alla fiducia delle imprese e il protrarsi di condizioni finanziarie molto accomodanti dovrebbero sostenere gli investimenti in capitale fisso. La recente riforma fiscale negli Stati Uniti costituirà probabilmente un ulteriore fattore trainante della spesa per investimenti, soprattutto nel breve termine. Un altro elemento di sostegno è costituito dalla maggiore capitalizzazione e dalla migliore capacità di tenuta dei sistemi bancari (Capitolo III), grazie alle riforme finanziarie adottate in seguito alla crisi. Infine, nei prossimi due anni, la politica di bilancio è destinata a diventare fortemente prociclica negli Stati Uniti, moderatamente espansiva in Germania e nel complesso neutra nelle altre economie.

Allo stesso tempo, guardando oltre il breve periodo, proiezioni così solide in uno stadio avanzato della fase ascendente, insieme a pressioni inflazionistiche moderate, rappresentano una situazione abbastanza insolita rispettivamente agli standard storici (Riquadro I.A). È possibile, come affermato in precedenza, che l'eccesso di capacità sia maggiore di quanto non indichino le misure convenzionali. Inoltre, nella misura in cui gli investimenti attuali accrescono la produttività, seppur con uno scarto di tempo, l'economia dovrebbe godere di un margine di manovra per continuare a espandersi a tassi superiori alla media oltre il breve termine. Detto ciò, si pone l'interrogativo della sostenibilità dell'attuale espansione. Forti spese di bilancio e per investimenti potrebbero, a un certo punto, far sì che l'economia raggiunga i suoi limiti di capacità. Ciò potrebbe far sorgere pressioni inflazionistiche più intense rispetto a quelle osservate fino adesso. E anche in assenza di tali pressioni potrebbe diventare sempre più difficile per le aziende trovare input di qualità e soddisfare le aspettative relative agli utili.

Su orizzonti temporali lunghi, l'unico modo per garantire una crescita sostenibile superiore non inflazionistica richiede l'adozione di riforme strutturali. Come esaminato in maniera più dettagliata nelle precedenti Relazioni annuali¹¹, sebbene le misure necessarie siano specifiche ai determinati paesi, esse hanno in comune un certo numero di caratteristiche. Il loro comune denominatore è la necessità di incoraggiare l'imprenditorialità e la rapida adozione delle innovazioni, limitando la ricerca di rendite di posizione e promuovendo la riallocazione flessibile di tutti i fattori di produzione. Sfortunatamente, sebbene il ritmo delle riforme strutturali abbia subito un'accelerazione nel periodo immediatamente successivo alla GCF, soprattutto nei paesi che ne sono stati più colpiti, esso è da allora rallentato, trovandosi attualmente al suo livello minimo dal 2011¹². Com'è naturale, l'incentivo a portare avanti riforme difficili dal punto di vista politico viene meno nei periodi favorevoli, quando tali riforme possono apparire meno urgenti. È proprio in questo periodo, però, che gli eventuali costi di aggiustamento sul breve termine possono essere più facilmente sostenuti.

Per rendere la crescita più sostenibile, inoltre, le politiche anticicliche devono recuperare margine di manovra, che si è ristretto notevolmente rispetto al periodo pre-crisi. Ciò richiede interventi su diversi fronti.

Innanzitutto, nei paesi dove si stanno formando vulnerabilità finanziarie (cfr. oltre), le misure macroprudenziali possono essere estremamente utili per ricostituire

le riserve prudenziali e contribuire a contenere gli eccessi finanziari (Capitolo IV). Di fatto, in diversi paesi gli sforzi intensi portati avanti per adottare gli assetti macroprudenziali hanno rappresentato un complemento essenziale alle riforme finanziarie volte a rafforzare le singole istituzioni e le infrastrutture chiave (Capitolo III). Le misure sono particolarmente adatte a gestire specifiche vulnerabilità, come quelle del mercato ipotecario, e possono migliorare significativamente i trade-off che le autorità devono affrontare nella configurazione di una risposta politica equilibrata alle sfide macrofinanziarie. Allo stesso tempo, queste misure non vanno sempre alla radice dei problemi e si sono finora rivelate più efficaci nel rafforzare la resilienza piuttosto che nell'evitare totalmente, da sole, la comparsa di squilibri finanziari (Capitolo IV).

In secondo luogo, è necessario preservare o ricostituire il margine di manovra per le politiche di bilancio, naturalmente tenendo in debito conto le circostanze specifiche di ogni paese. Il debito pubblico ha raggiunto nuovi massimi dalla fine della guerra, sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti. In un contesto di calo dei tassi di crescita potenziale di lungo periodo, questi incrementi dei livelli di debito hanno probabilmente ridotto il margine di manovra dei conti pubblici. La necessità di ricostituire questo spazio di azione è soprattutto importante nelle economie in cui la solvibilità di bilancio è stata già messa in discussione, come avvenuto durante la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, e dove è possibile che l'espansione finanziaria stia camuffando lo stato reale delle finanze pubbliche, non da ultimo a causa di gettiti fiscali temporaneamente vigorosi. Oltre alla necessità di un maggiore spazio di manovra per le politiche di bilancio in un contesto macroeconomico più generale, solide finanze pubbliche rappresentano una rete di sicurezza essenziale per il sistema finanziario¹³.

Infine, la normalizzazione delle politiche monetarie è anch'essa essenziale, dato che permetterebbe di creare un margine di manovra per adottare ove necessario le politiche anticicliche, e contribuirebbe a mitigare il rischio della comparsa di vulnerabilità finanziarie e a ridurre l'accumulo di debito. Ciò detto, come analizzato dettagliatamente nel Capitolo II, considerato il punto di partenza senza precedenti, caratterizzato da elevati livelli di debito e inflazione persistentemente bassa in molte giurisdizioni, il sentiero che la politica monetaria dovrà percorrere è piuttosto stretto. Sarà necessario raggiungere un delicato equilibrio tra considerazioni contrastanti, tenendo bene presenti le condizioni specifiche di ogni paese.

I rischi all'orizzonte

In un contesto di prospettive a breve termine positive, quali rischi possono profilarsi all'orizzonte? Per cercare di capirli meglio è essenziale prestare particolare attenzione ai fattori finanziari, che, almeno dagli anni ottanta, stanno diventando sempre più rilevanti per le fluttuazioni del ciclo economico (Riquadro I.B). La GCF ne è solo l'esempio più recente e più evidente. Inoltre, in un contesto di prolungate condizioni finanziarie accomodanti, la possibilità di un'inversione di rotta con conseguenze macroeconomiche non può essere esclusa e le recenti turbolenze nelle economie emergenti lo confermano.

Va sottolineato che il fattore scatenante di una concretizzazione di questi rischi non deve necessariamente essere finanziario. Oggi un elemento particolarmente critico è rappresentato dalla possibile escalation delle tensioni commerciali, che avrebbe un impatto negativo sulla fiducia delle imprese e sugli investimenti. Se ciò

dovesse essere visto come una minaccia per l'attuale sistema multilaterale di scambi commerciali, le conseguenze sarebbero davvero significative. Un altro possibile fattore scatenante potrebbe essere un incremento dell'inflazione superiore alle aspettative. Oppure si potrebbero ripresentare timori circa la sostenibilità delle finanze pubbliche, non da ultimo nelle economie caratterizzate da alti livelli di indebitamento e crescita lenta. Alcuni paesi potrebbero trovarsi sotto pressione a causa di eventi politici. E la spesa potrebbe semplicemente rallentare se la redditività delle imprese dovesse deludere. Tuttavia, anche se non dovessero agire da determinanti, i fattori finanziari possono rappresentare potenti forze amplificatrici.

Allo scopo di esaminare in maniera più approfondita questi elementi, dopo aver analizzato i rischi di fondo che potrebbero emergere dallo stato attuale dei cicli finanziari nel mondo, ci concentreremo su due specifici scenari di rischio: una brusca correzione dei rendimenti obbligazionari innescata da un andamento inatteso dell'inflazione nelle principali economie e una netta inversione di rotta della propensione non connessa a questo andamento inatteso. In seguito, tratteremo la questione dell'evoluzione dei rischi su orizzonti temporali più lunghi, nel caso in cui l'espansione non inflazionistica dovesse protrarsi e, dato il livello storicamente basso dei tassi di interesse, favorire l'accumulo di squilibri finanziari e di debito pubblico e privato. Si tratta di questioni tutte particolarmente urgenti, dato che il margine di manovra delle politiche si è ristretto.

Come si sono manifestati i cicli finanziari finora?

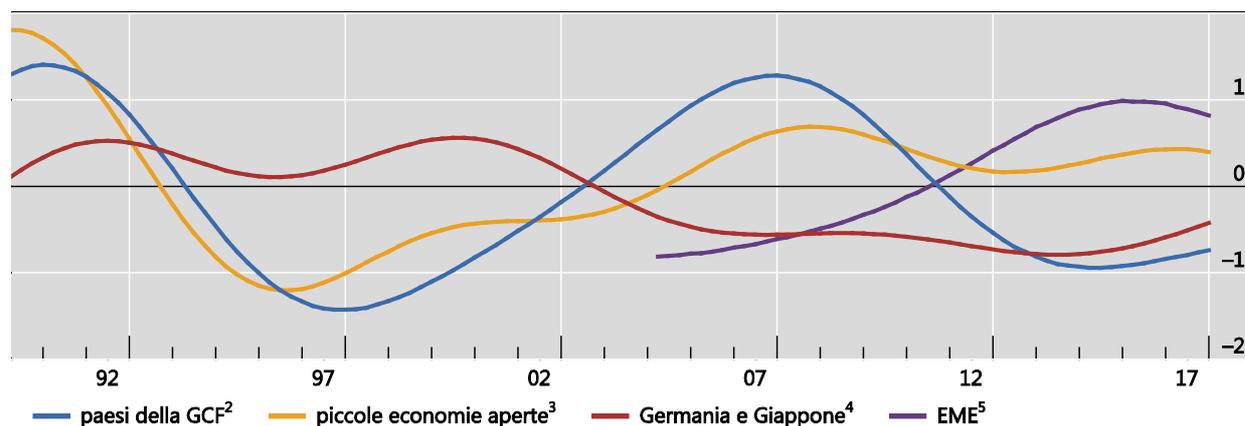
Il termine "ciclo finanziario" si riferisce generalmente alle interazioni, che si rafforzano a vicenda, tra percezioni del valore e del rischio, assunzione del rischio e vincoli di finanziamento. Queste interazioni possono amplificare le oscillazioni del ciclo economico e si riflettono nel comportamento congiunto del credito e dei prezzi delle attività (Riquadro I.B). Lavori empirici indicano che è possibile individuare in maniera più efficace e specifica i cicli finanziari che presentano i maggiori rischi per l'attività economica combinando le informazioni delle oscillazioni di medio termine del credito con quelle dei prezzi degli immobili, sebbene anche i prezzi delle azioni entrino in gioco. Il grafico I.7 mostra lo stato dei cicli finanziari raggruppati per diversi paesi in fasi grosso modo analoghe, usando una semplice misura che combina le informazioni rilevanti (per maggiori dettagli, cfr. Riquadro I.B).

Il grafico indica che in alcune principali economie avanzate i cicli finanziari si trovano in una fase relativamente iniziale dell'espansione. Questo insieme include un certo numero di paesi che si erano trovati all'epicentro della GCF e nei quali alcuni settori privati hanno ridotto la leva finanziaria dopo la crisi. In particolare, perlomeno a livello aggregato, non si evidenzia alcun boom preoccupante negli Stati Uniti e nel Regno Unito. La ragione è che, benché i prezzi degli immobili si siano fortemente ripresi dai minimi post-crisi, i rapporti credito/PIL sono rimasti ben al di sotto dei picchi pre-crisi (non riportati). Analogamente, anche in alcune grandi economie avanzate meno duramente colpite dalla GCF, come la Germania e il Giappone, il ciclo finanziario si trova in fase ascendente. Ciò suggerisce che, nel breve termine, i cicli non costituiranno un ostacolo all'attività economica e potrebbero favorirla ulteriormente.

Il ciclo finanziario favorisce la crescita nelle economie avanzate¹

In deviazioni standard

Grafico I.7



¹ Cicli finanziari misurati da filtri basati sulla frequenza (passa banda) che catturano i cicli a medio termine del credito in termini reali, del rapporto credito/PIL e dei prezzi delle abitazioni in termini reali. I cicli finanziari sono altresì normalizzati per le medie specifiche dei paesi e per le deviazioni standard prima che siano calcolate le medie semplici per i gruppi di paesi. ² ES, FR, GB, IT e US. ³ AU, CA, CH, FI, NO e SE. ⁴ Germania e Giappone sono aggregati tra loro dato che i loro rispettivi cicli sono stati asincroni rispetto alle altre economie avanzate. ⁵ BR, CL, CO, HK, ID, KR, MX, MY, PE, SG e TH.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

Di contro, in diverse economie avanzate aperte di minori dimensioni che hanno evitato la crisi, forti espansioni del ciclo finanziario sembrano giungere al termine. Dopo un periodo di rapido aumento, la crescita del credito alle imprese e alle famiglie è decelerata dal 2016, mentre la crescita dei prezzi degli immobili è rallentata o diventata negativa. Tuttavia, il credito alle famiglie in rapporto al PIL rimane su livelli storicamente alti in Australia, Canada e alcuni paesi nordici (grafico I.8, diagramma di sinistra). Per attenuare queste vulnerabilità, le autorità nazionali hanno incoraggiato le banche a inasprire i criteri di concessione del credito o hanno adottato misure macroprudenziali (Capitolo IV).

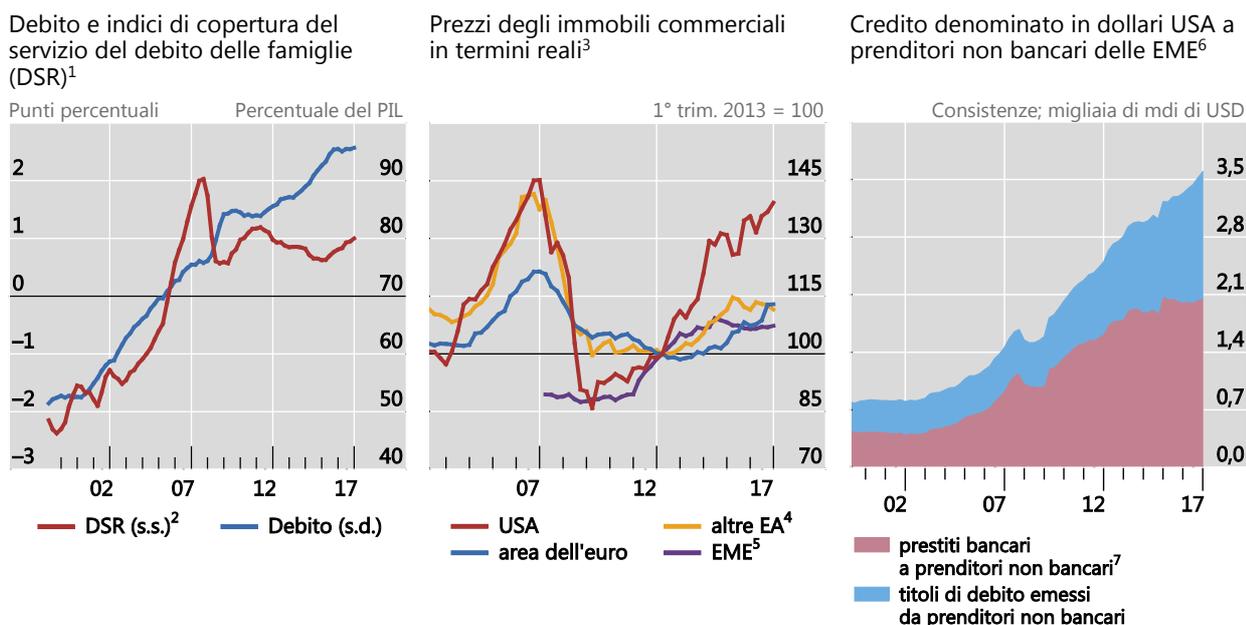
In diverse economie emergenti i cicli finanziari sembrano aver già invertito la rotta¹⁴. Nel 2017 il credito e i prezzi degli immobili si sono espansi a un ritmo assai inferiore rispetto alle medie dal 2010, e in diversi casi si sono persino contratti. La Cina è un chiaro esempio dato che, dopo un incremento molto rapido, il rapporto complessivo credito/PIL del paese ha raggiunto il picco agli inizi del 2017. In particolare, il credito al settore societario ha registrato una netta flessione con il rafforzamento da parte delle autorità delle misure volte a incoraggiare la riduzione dell'indebitamento e ridurre i rischi per la stabilità finanziaria.

Misure dei cicli finanziari aggregati possono essere utili per determinare se fattori finanziari che agiscono più lentamente stanno favorendo o inibendo la crescita e per individuare rischi futuri. Si tratta, tuttavia, solo di un primo passo nell'analisi delle vulnerabilità finanziarie. In diverse economie avanzate, persino in quelle dove il ciclo finanziario si trova ancora in fase ascendente, sono emerse "sacche" di fragilità finanziaria.

Un esempio è costituito dal continuo deterioramento dei bilanci delle imprese non finanziarie di Stati Uniti, Regno Unito e, in misura minore, Francia ed altri paesi europei. Il deterioramento si evidenzia nel costante aumento dell'indebitamento, nel calo significativo degli indici di copertura degli interessi e nella flessione della quota delle aziende con rating A o superiore. Negli Stati Uniti, in particolare, l'indebitamento

Aree di vulnerabilità: immobili commerciali, debito delle famiglie e debito delle EME in dollari USA

Grafico I.8



¹ Medie semplici di AU, CA, FI, NO e SE. ² Scostamento medio dell'indice di copertura del servizio del debito (debt service ratio – DSR) dalle medie di ciascun paese dal 1999. ³ Le definizioni variano a seconda dei paesi; deflazionati in base all'indice dei prezzi al consumo; dati ampliati usando i prezzi degli immobili residenziali se terminanti prima di fine 2017. Gli aggregati corrispondono a medie ponderate in base al PIL e ai tassi di cambio PPA. ⁴ AU, CA, CH, GB e JP. ⁵ BR, HK, ID, KR, PH e SG. ⁶ Il settore non bancario include società finanziarie non bancarie, società non finanziarie, amministrazioni pubbliche, famiglie e organizzazioni internazionali. ⁷ I prestiti da banche dichiaranti ai fini delle statistiche bancarie su base locale (LBS) ai mutuatari non bancari, incluse le società finanziarie non bancarie, comprendono i prestiti transfrontalieri più quelli locali.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; indicatori della liquidità globale BRI e statistiche bancarie su base locale (LBS); BRI; elaborazioni BRI.

del settore societario è oggi ai massimi livelli dall'inizio del millennio e su livelli analoghi a quelli prevalenti dopo il boom dei leveraged buyout alla fine degli anni ottanta, e ciò è vero anche tenendo conto degli ingenti saldi di liquidità¹⁵. E l'ampia quota di aziende con rating pari ad appena il livello investment grade (BBB) è particolarmente vulnerabile a un declassamento a livelli inferiori.

Un'altra area potenzialmente a rischio di crescenti vulnerabilità è il settore degli immobili commerciali. I prezzi degli immobili commerciali sono cresciuti notevolmente nelle economie avanzate. In particolare negli Stati Uniti sono prossimi ai picchi pre-crisi (grafico I.8, diagramma centrale). Allo stesso tempo circa il 50% delle esposizioni bancarie al settore immobiliare è costituito dalla componente commerciale, in rialzo dal 40% di cinque anni fa. In questo segmento i valori sembrano particolarmente vulnerabili agli incrementi dei rendimenti di lungo termine. Ricerche indicano che, negli Stati Uniti, un incremento di 200 punti base dei rendimenti a lungo termine condurrebbe a un calo di oltre il 25% dei prezzi degli immobili commerciali¹⁶.

Un terzo esempio riguarda l'indebitamento delle EME in valuta estera. Nelle economie emergenti le espansioni dei cicli finanziari nel periodo post-crisi sono andate di pari passo con una rapida crescita dell'indebitamento del settore non bancario in dollari USA, che si è protratto durante tutto il 2017. Stando agli indicatori della liquidità globale della BRI, le consistenze in essere del credito in dollari USA verso i prestatori non bancari delle EME sono pressoché raddoppiate dal 2008 e sono

attualmente pari a \$3 600 miliardi. Con l'indebolimento del dollaro nel 2017, il tasso di crescita annua del credito denominato in dollari ai prenditori non bancari delle EME è quasi triplicato dal 3,1% di fine 2016 all'8% di fine dicembre 2017. L'espansione è stata particolarmente pronunciata per i titoli di debito internazionali, che nel dicembre 2017 erano cresciuti al tasso annuo del 17% (grafico I.8, diagramma di destra). Inoltre, stime indicano che i debiti contratti tramite swap su valute, non colti da queste statistiche, sono stati di entità analoga a quelli visibili sui bilanci¹⁷.

Questi andamenti mostrano che le EME sono diventate più vulnerabili a un apprezzamento del dollaro e a un'inversione di rotta nella propensione al rischio degli investitori internazionali, come dimostrato dagli eventi recenti. In linea con questo quadro, un numero crescente di riscontri indica che nel periodo successivo alla crisi il valore del dollaro statunitense rispetto a un ampio paniere di altre valute è diventato un importante fattore determinante nell'indebitamento delle banche e nei flussi transfrontalieri di capitale a livello mondiale, più importante dell'indice VIX (Capitolo II)¹⁸. Allo stesso tempo, la maggiore partecipazione di investitori esteri nei mercati in valuta locale rispetto al periodo precedente la crisi potrebbe non necessariamente avere un effetto stabilizzante, dato che può esporre le EME a maggiori rischi di fuga di capitali.

Diversi sviluppi nelle EME hanno fatto sì che oggi i rischi siano ridotti rispetto a precedenti episodi di ingenti indebitamenti in valuta estera, senza però averli eliminati del tutto. Uno di questi è rappresentato dall'ampio accumulo di riserve in valuta estera da parte delle banche centrali delle EME e, rispetto al periodo di turbolenze degli anni novanta, da regimi di cambio più flessibili. Anche l'adozione attiva di misure macroprudenziali dovrebbe contribuire (Capitolo IV). Allo stesso tempo, queste economie non sono immuni da un inasprimento più generale delle condizioni finanziarie, nel caso in cui il dollaro dovesse continuare ad apprezzarsi (cfr. oltre e Capitolo II) e gli investitori istituzionali dovessero decidere di diversificare sostanzialmente i portafogli.

Rischio di una brusca correzione

Se finora l'inflazione è rimasta piuttosto insensibile al perdurante irrigidimento dei mercati del lavoro e dei prodotti, è possibile che a un certo punto emergano dei punti di tensione e che essa superi le aspettative. Più a lungo durerà l'espansione, ad esempio, più è probabile che i limiti di capacità vengano raggiunti. Ciò è particolarmente vero se, come indicano le previsioni, l'eccesso di capacità continuerà a diminuire a livello mondiale: le valvole di sicurezza a disposizione dei singoli paesi sarebbero limitate e probabilmente si genererebbero pressioni aggiuntive sui prezzi delle materie prime. Inoltre, se, come alcuni riscontri suggeriscono, le aspettative di lavoratori e aziende sono diventate maggiormente retrospettive dalla GCF, è possibile che sia semplicemente necessario più tempo affinché l'inflazione si manifesti¹⁹.

Certo, non è possibile escludere che l'inflazione superi le aspettative, ma è molto probabile che lo scarto non sarà ampio. Le forze strutturali secolari che stanno tenendo a freno l'inflazione non verranno meno presto (cfr. sopra). La crescente rilevanza del petrolio di scisto, data la sua maggiore reattività ai prezzi, combinata alla minore dipendenza dal petrolio delle economie avanzate rispetto al passato, dovrebbe frenare le impennate inflazionistiche legate a netti incrementi dei corsi petroliferi e renderle meno persistenti²⁰. E anche se un'escalation delle misure protezionistiche potrebbe benissimo invertire parte di queste tendenze, occorrerà tempo prima che si manifesti un impatto persistente sull'inflazione.

Detto ciò, persino piccole variazioni delle prospettive di inflazione (o della risposta di politica monetaria) potrebbero indurre i mercati a reagire sproporzionatamente. Premi a termine molto compressi (o persino negativi) indicano la possibilità di un'inversione di rotta netta e rapida – una brusca correzione – come osservato durante le turbolenze sui mercati degli inizi di febbraio di quest'anno. È evidente che gli operatori di mercato considerano che la bassa inflazione si protrarrà in futuro, ed è anche possibile che abbiano assunto notevoli rischi adottando determinate strategie di investimento, come quelle che prevedono uno stretto ancoraggio al benchmark o altre forme di comportamento gregario (Capitolo III), che possono amplificare le oscillazioni dei mercati. Per ragioni analoghe, i rischi di credito e di liquidità possono anche essere sottovalutati. Questa sottovalutazione può essere più forte in settori e paesi dove i livelli del debito e i flussi di credito si sono notevolmente espansi nel periodo post-crisi, incluse le EME.

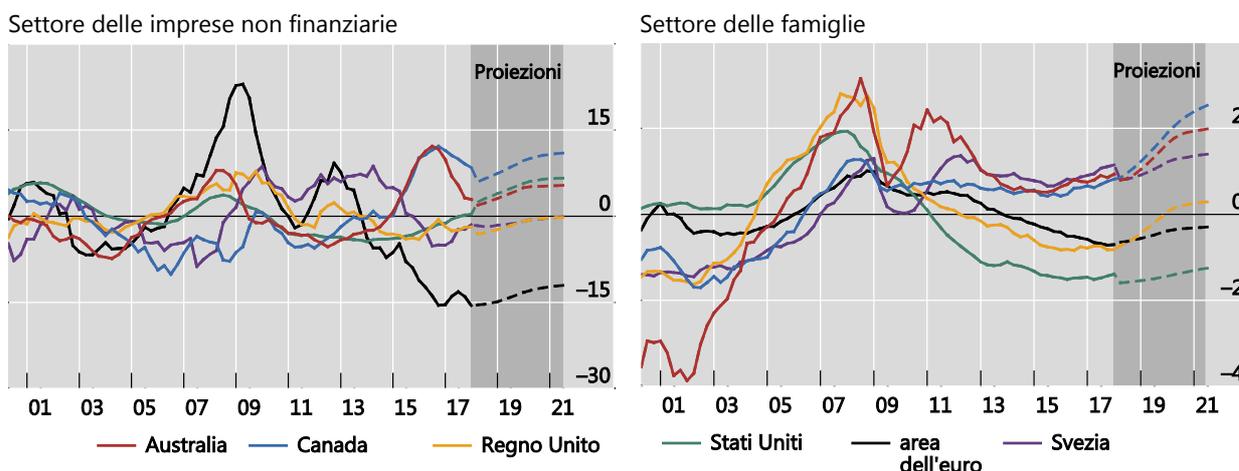
Una brusca correzione potrebbe trasmettersi rapidamente ad altri principali mercati obbligazionari, soprattutto se si dovesse verificare nel mercato della valuta dominante a livello internazionale, ossia il dollaro USA. Innanzitutto, i premi a termine tendono ad essere piuttosto correlati su scala mondiale, anche quando la componente del tasso di interesse atteso dei rendimenti obbligazionari non lo è²¹. Ciò potrebbe condurre a un'accentuazione indesiderata delle curve dei rendimenti persino in paesi in cui il prodotto è ancora pari o inferiore ai livelli potenziali e l'inflazione rimane ben al di sotto degli obiettivi. Inoltre, alla risalita dei rendimenti potrebbero aggiungersi un apprezzamento del dollaro e deflussi di capitali da paesi con ingenti passività denominate in questa valuta.

Le conseguenze di una brusca correzione dei rendimenti obbligazionari sui singoli paesi dipenderanno da diversi fattori. Uno è l'entità del debito e degli squilibri finanziari. I settori e i paesi maggiormente esposti a questi rischi sono naturalmente quelli in cui il rapporto debito/reddito o i fabbisogni di rifinanziamento a breve termine sono significativi. Tra questi ci sono diverse economie aperte di piccole dimensioni e, in particolare, le economie emergenti in cui il ciclo finanziario ha raggiunto il picco (grafico I.7), l'indebitamento in dollari è elevato, i disavanzi di conto corrente sono ampi e le riserve valutarie aggiuntive ridotte. Questa valutazione è confermata da una semplice analisi di sensibilità (grafico I.9). Nelle economie avanzate aperte di piccole dimensioni che hanno registrato i maggiori incrementi dei livelli di debito post-crisi, tassi di interesse più elevati spingerebbero gli oneri del servizio del debito verso valori di molto superiori alle medie di lungo corso, frenando i consumi e gli investimenti (Riquadro I.B). Un secondo fattore è la misura in cui i creditori sono in grado di assorbire le perdite. In gran parte dei paesi gli istituti bancari presentano in linea generale una migliore capitalizzazione rispetto al periodo pre-crisi, soprattutto in quelli maggiormente colpiti dalla GCF (Capitolo III). Tuttavia, dalla crisi, una quota maggiore di credito è intermediata da istituti non bancari, in particolare da banche ombra²². Un terzo fattore è la partecipazione di investitori esteri nei mercati locali, conseguenza della rapida crescita del settore della gestione patrimoniale negli ultimi anni e della maggiore portata mondiale degli investimenti. Ciò rende il mercato più vulnerabile a inversioni di rotta dei flussi e a un'evaporazione delle liquidità in periodi di tensioni (Capitolo III). Questi rischi sono difficili da valutare, ma una combinazione di tali fattori può rendere un paese particolarmente vulnerabile.

La vulnerabilità degli indici di copertura del servizio del debito al rialzo dei tassi varia secondo i paesi¹

In punti percentuali

Grafico I.9



¹ Scostamento degli indici di copertura del servizio del debito dalle medie di ciascun paese dal 1999. Le proiezioni mantengono invariato il rapporto credito/reddito e ipotizzano che il tasso di interesse medio pagato sullo stock di debito aumenti in linea con l'esperienza storica se i tassi a breve del mercato monetario aumentano gradualmente di 150 punti base per 1,5 anni per poi rimanere immutati fino al 2° trimestre 2021. La trasmissione dei tassi del mercato monetario ai tassi di interesse medi si basa su regressioni semplici che usano i primi dati disponibili per ogni paese e fino al 2017. Le proiezioni iniziano nel 1° trimestre 2018.

Fonti: Datastream; Global Financial Data; statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

Inversione della propensione al rischio

Un netto inasprimento generalizzato delle condizioni finanziarie potrebbe verificarsi persino in assenza di sviluppi inattesi sul fronte dell'inflazione o delle politiche monetarie nelle principali economie che emettono monete internazionali. In alcune EME, ad esempio, l'inasprimento potrebbe essere indotto dalla contrazione dei cicli finanziari interni, con la comparsa dei segnali di una possibile inversione di tendenza (grafico I.7). Nelle economie avanzate preoccupazioni circa la sostenibilità delle finanze pubbliche potrebbero riemergere, soprattutto nei paesi con ampi livelli di debito e crescita lenta e/o che stanno attraversando circostanze difficili dal punto di vista politico. Più in generale, persino in assenza di pressioni inflazionistiche, oscillazioni degli investimenti residenziali o delle imprese indotte dal clima di mercato potrebbero innescare una contrazione, non da ultimo se gli utili dovessero deludere e indebolire le elevate valutazioni azionarie²³.

Nelle principali economie avanzate un forte inasprimento delle condizioni finanziarie potrebbe avere una conseguenza diversa da una brusca correzione dei rendimenti obbligazionari. In particolare, con il ritiro degli investitori esteri dai paesi colpiti, un incremento dei flussi verso paesi rifugio potrebbe deprimere i premi a termine in questi paesi.

Malgrado gli effetti positivi dei flussi verso "approdi sicuri", la crescita nei paesi destinatari potrebbe subire un maggiore impatto negativo rispetto al passato persino se lo shock ha avuto origine nelle EME. Le economie emergenti rappresentano oggi il 60% del PIL mondiale e hanno contribuito alla sua crescita per oltre i due terzi dal 2010. In diversi scenari avversi che colpiscono la crescita nelle EME, simulazioni basate su modelli indicano che la crescita nelle principali economie potrebbe rallentare fino

a 1 punto percentuale, e si tratta probabilmente di una stima prudente²⁴. Dati gli attuali tassi di crescita potenziale inferiori di diverse economie avanzate, il rischio di un rallentamento potrebbe essere significativo se la contrazione originaria fosse abbastanza ampia.

Rischi derivanti da un ulteriore accumulo di indebitamento e squilibri finanziari

Anche se nel breve-medio periodo dovesse materializzarsi uno scenario di "atterraggio morbido" dell'economia globale, i rischi di ribasso potrebbero essere maggiori su un orizzonte temporale più lungo. In particolare, la combinazione di espansione non inflazionistica e bassi tassi di interesse potrebbe incoraggiare in maniera più generale un ulteriore e graduale accumulo di debito e squilibri finanziari, creando le condizioni per una futura contrazione dalle conseguenze più severe²⁵. Oltre all'accumulo di debito nel settore privato, le politiche di bilancio procicliche favorite dagli attuali bassi costi di finanziamento potrebbero condurre a un ulteriore aumento del debito pubblico, soprattutto se, come lo indicano i dati disponibili, l'espansione finanziaria ha contribuito a migliorare lo stato apparente dei conti pubblici²⁶. Politiche di bilancio espansive, sebbene positive per la crescita a breve termine, potrebbero portare alla necessità di risanamenti futuri e limitare ulteriormente il margine di manovra. Di fatto, un numero crescente di studi documenta come un maggiore indebitamento sia privato sia pubblico possa sospingere la crescita nel breve periodo, ma a costo di una crescita media futura inferiore e di possibili recessioni più profonde e durature²⁷.

In una prospettiva di lungo termine, il perdurante accumulo di debito costituisce un aspetto preoccupante per almeno due ragioni. Innanzitutto, col crescere del debito aumenta la sensibilità dell'economia e delle valutazioni finanziarie agli incrementi dei tassi di interesse, abbassando il livello di tassi di interesse che un'economia è in grado di sostenere. Ciò, a sua volta, fa sì che sia più difficile alzare i tassi, e favorisce ulteriormente l'accumulo di debito, come in una sorta di "trappola del debito" (Capitolo II). In secondo luogo, l'incremento del debito – privato e pubblico – restringe il margine di manovra delle politiche nelle fasi di rallentamento.

Questa ampia analisi dei rischi, finanziari e reali, trasmette un chiaro messaggio. L'economia mondiale ha compiuto progressi notevoli successivamente alla crisi e le prospettive a breve termine sono positive, tuttavia la strada da percorrere è stretta. I rischi mettono in evidenza l'importanza di sfruttare l'attuale fase ascendente per attuare le misure necessarie a porre l'espansione su basi più solide e ricostituire le riserve di policy, essenziali affinché le politiche recuperino margine di manovra per affrontare il prossimo rallentamento, che prima o poi si presenterà.

Riscontri di un dinamismo di fine ciclo inusuale: una prospettiva storica

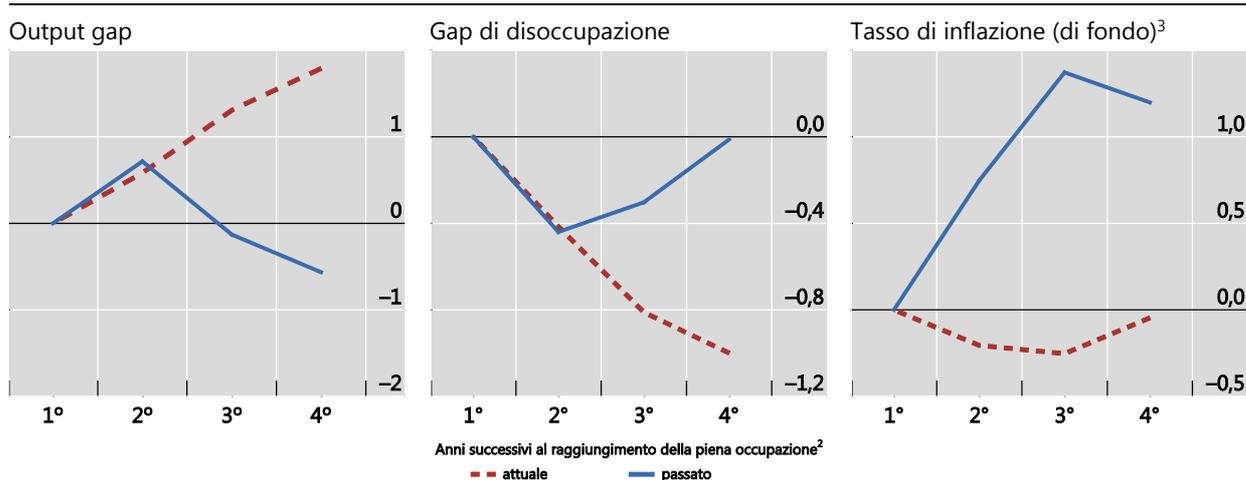
Nell'anno trascorso la crescita mondiale si è accelerata e diffusa. Mettendo a confronto sviluppi recenti e passato, questo riquadro rileva come l'attuale slancio della ripresa sia insolitamente vigoroso in una fase così avanzata del ciclo.

Dallo scorso anno è andata aumentando la fiducia che prodotto e tassi di disoccupazione supereranno ampiamente i livelli di riferimento convenzionali del prodotto potenziale e della piena occupazione. Il grafico I.A.1 evidenzia questi sviluppi per l'area dell'euro, il Giappone, il Regno Unito e gli Stati Uniti. Rispetto alle medie dei cicli precedenti (linee blu), si prevede che queste economie acquisiranno ancora più slancio e di conseguenza supereranno in misura maggiore tali livelli di riferimento negli anni a venire (linee rosse).

In questa fase avanzata del ciclo la ripresa presenta maggiore slancio rispetto al passato¹

Anni successivi al raggiungimento della piena occupazione², in punti percentuali

Grafico I.A.1



¹ I cicli passati si riferiscono al periodo 1960-2008 per l'area dell'euro, GB, JP e US, e al ciclo attuale 2009-19 solo per GB, JP e US (proiezioni OCSE per il periodo 2017-19). Medie ponderate in base al PIL e alle PPA attuali. Per l'area dell'euro prima del 1990, medie ponderate di DE, FR e IT in base al PIL e alle PPA. ² Misura lo scostamento di ogni serie rispetto al primo anno. Il punto iniziale dell'asse delle ascisse corrisponde al primo anno in cui il tasso di disoccupazione in ogni economia è sceso al di sotto del tasso di disoccupazione non acceleratore di inflazione (non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU). Per "Attuale", il primo anno è il 2015 per GB, il 2014 per JP e il 2016 per US. La linea tratteggiata include le proiezioni. ³ Per JP la rilevazione inizia nel 1971 e le statistiche sono corrette per gli effetti dell'incremento delle imposte sui consumi del 2014.

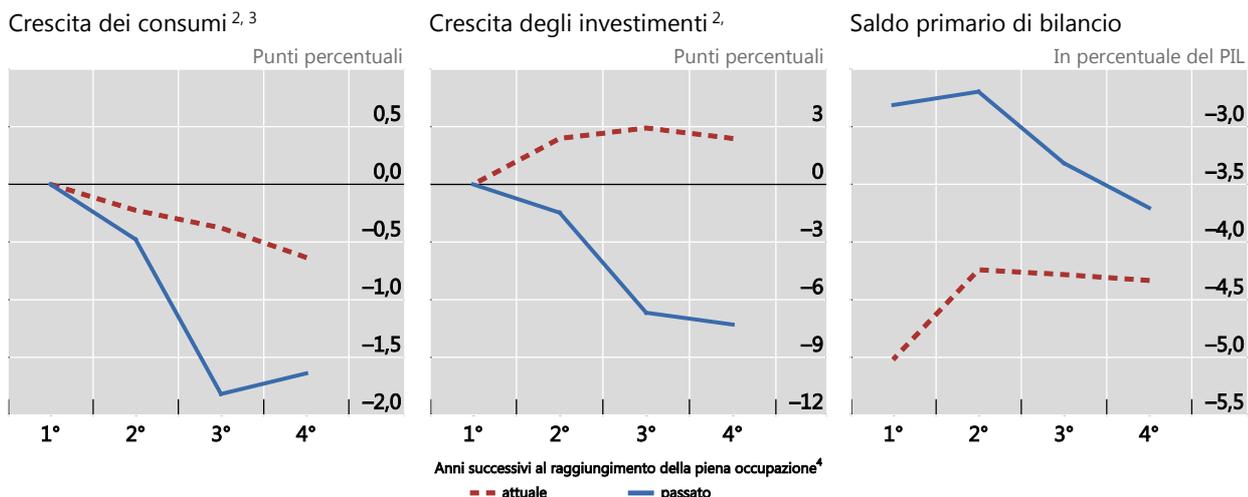
Fonti: Bank of Japan; FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook 102* e *Main Economic Indicators*; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Due determinanti principali di questo slancio di fine ciclo sono rappresentate dagli investimenti e dalla spesa pubblica. Il grafico I.A.2 mostra le principali componenti della domanda interna per queste grandi economie. Se la crescita dei consumi è superiore alla media relativa ai cicli passati, sia gli investimenti sia la spesa pubblica sono insolitamente elevati. L'incremento degli investimenti nella fase finale del ciclo rispecchia il ritardo della ripresa dopo un'attività piuttosto anemica durante la maggior parte del periodo post-crisi. Il deprezzamento degli stock di capitale, la maggiore capacità utilizzata e la necessità di adottare nuove tecnologie stanno continuando a sostenere questa fase della ripresa. Analogamente, gli attuali disavanzi di bilancio sono molto più elevati rispetto ai cicli precedenti e le proiezioni indicano un orientamento molto più prociclico.

Altre condizioni favorevoli stanno concorrendo, non da meno la vigorosa fiducia dei consumatori e delle imprese. I livelli recenti reggono bene il confronto con i massimi dei cicli passati (grafico I.A.3). Come in passato, ciò preannuncia ulteriori incrementi dal punto di vista dell'occupazione e dei redditi che, a loro volta, tenderanno ad accrescere ulteriormente la fiducia. Questo processo di vicendevole rafforzamento, soprattutto in periodi di condizioni finanziarie relativamente accomodanti, indica maggiore slancio per il prossimo futuro.

Principali componenti della domanda interna che contribuiscono al dinamismo di fine ciclo¹

Grafico I.A.2

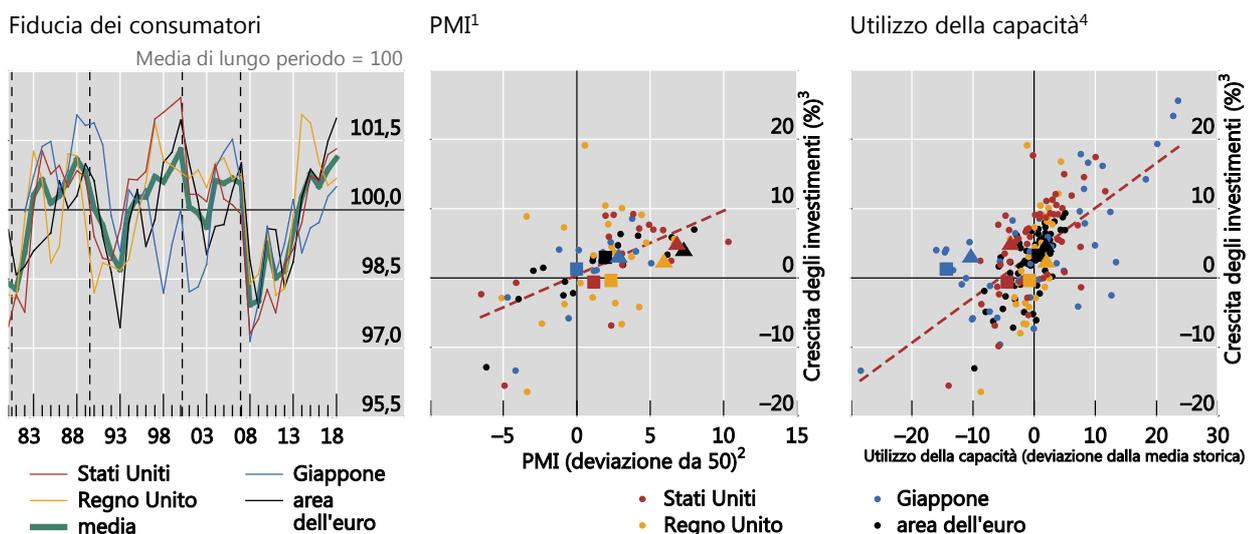


¹ I cicli passati si riferiscono al periodo 1960-2008 per l'area dell'euro, GB, JP e US, e al ciclo attuale 2009-19 solo per GB, JP e US (proiezioni OCSE per il periodo 2017-19). Medie ponderate in base al PIL e alle PPA attuali. Per l'area dell'euro prima del 1990, medie ponderate di DE, FR e IT in base al PIL e alle PPA. ² Misura lo scostamento del tasso di crescita rispetto al primo anno. ³ Per JP, dati corretti per gli effetti dell'incremento delle imposte sui consumi del 2014. ⁴ Il punto iniziale dell'asse delle ascisse corrisponde al primo anno in cui il tasso di disoccupazione in ogni economia è sceso al di sotto del tasso di disoccupazione non acceleratore di inflazione (non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU). Per "Attuale", il primo anno è il 2015 per GB, il 2014 per JP e il 2016 per US. La linea tratteggiata include le proiezioni.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; OCSE, *Economic Outlook 102*; Datastream; elaborazioni BRI.

La fiducia dei consumatori e le condizioni delle imprese suggeriscono maggiore slancio per il prossimo futuro

Grafico I.A.3



Le linee tratteggiate nel diagramma di sinistra indicano l'inizio della recessione negli Stati Uniti in base alla definizione dell'NBER. Nei diagrammi centrale e di destra i quadrati (triangoli) si riferiscono ai dati del 2016 (2017).

¹ Le serie iniziano nel 1992 per GB, nel 1999 per l'area dell'euro e US, nel 2002 per JP. Per l'area dell'euro, media ponderata di DE, FR e IT in base al PIL e ai tassi di cambio PPA. ² Investimenti non residenziali fissi del settore privato in termini reali. ³ L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) varia tra 0 e 100. Un livello pari a 50 indica nessun cambiamento sul mese precedente nel settore manifatturiero. Dati superiori a 50 indicano un miglioramento o un aumento e dati inferiori a 50 indicano un peggioramento o un calo sul mese precedente. ⁴ Le serie iniziano nel 1961 per US, nel 1968 per JP, nel 1971 per l'area dell'euro e nel 1985 per GB. Per l'area dell'euro prima del 1990, medie ponderate di DE, FR e IT in base al PIL e ai tassi di cambio PPA.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook 102 e Main Economic Indicators*; Datastream; IHS Markit; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Detto ciò, resta da vedere se questo maggiore dinamismo possa essere mantenuto. Indubbiamente è sempre difficile tracciare paralleli precisi tra le attuali condizioni macrofinanziarie e quelle che nel passato hanno fatto deragliare la ripresa. Inoltre, come analizzato nel riquadro I.B, vi è motivo di ritenere che la natura del ciclo economico, e in particolare il ruolo dell'inflazione e dei fattori finanziari, sia cambiata nel tempo. E, ultimo fattore ma non meno importante, le misure della piena occupazione e del prodotto potenziale nel momento in cui gli sviluppi si manifestano, ossia in "tempo reale", sono notevolmente incerte^①. Comunque sia, l'esperienza storica tende a suggerire che livelli superiori del prodotto e dell'occupazione rispetto ai valori di riferimento indicano generalmente un successivo rallentamento^②. In altri termini, a queste condizioni potrebbe essere più difficile per le politiche garantire una transizione ordinata verso un percorso di crescita più equilibrato e sostenibile.

① Le stime del prodotto potenziale e il tasso naturale di disoccupazione sono soggette a incertezze legate al tempo reale. I cambiamenti strutturali analizzati nel testo principale, ad esempio, suggeriscono che attualmente ci possa essere maggiore capacità inutilizzata di quanto non lo indichino le misure convenzionali. Ci sono inoltre motivi per ritenere che i valori di riferimento in tempo reale possano essere distorti per eccesso a causa delle modalità di calcolo delle tendenze (il cosiddetto problema di end-point). A parità di altre condizioni, se si dovesse verificare una recessione, gli attuali gap tenderebbero ad essere rivisti al ribasso. Quanto è successo sulla scia della Grande Crisi Finanziaria non fa eccezione. Cfr. D. Staiger, J. Stock e M. Watson, "How precise are estimates of the natural rate of unemployment?", in C. Romer e D. Romer (a cura di), *Reducing inflation: motivation and strategy*, University of Chicago Press, 1997; M. Watson, "How accurate are real-time estimates of output trends and gaps?", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 93, n.2, primavera 2007; F. Grigoli, A. Herman, A. Swiston e G. Bella, "Output gap uncertainty and real-time monetary policy", *IMF Working Papers*, WP/15/14, gennaio 2015; e E. Rusticelli, D. Turner e M. Cavalleri, "Incorporating anchored inflation expectations in the Phillips curve and in the derivation of OECD measures of the unemployment gap", *OECD Journal: Economic Studies*, vol. 2015/1, 2015. ② Cfr. M. Jackson e T. Pietro, "A forest fire theory of the duration of a boom and the size of a subsequent bust", giugno 2017.

Mutamenti del ciclo economico e correlazione con il ciclo finanziario

Dall'inizio degli anni ottanta alcuni importanti cambiamenti hanno accresciuto l'importanza dei fattori finanziari come determinante delle oscillazioni del ciclo economico, riducendo al contempo la rilevanza dell'inflazione in quanto indicatore di espansioni insostenibili. Innanzitutto va notato che, più o meno in quel periodo, i mercati finanziari sono stati liberalizzati. In assenza di sufficienti misure di salvaguardia, tale cambiamento ha aumentato la possibilità che si creassero fasi ancora più espansive in materia di credito e prezzi delle attività, seguite da fasi di contrazione, dando vita così a cicli finanziari di maggiore portata. In secondo luogo, quasi contemporaneamente, i regimi monetari incentrati sull'inflazione si sono generalizzati. La priorità data dalle banche centrali al controllo dell'inflazione ha portato queste ultime a sottovalutare gradualmente il ruolo degli aggregati monetari e creditizi e a fare affidamento quasi unicamente su forme di vigilanza e regolamentazione di tipo microprudenziale con lo scopo di incidere sul comportamento finanziario durante i boom finanziari e ridurre al minimo le ricadute quando alla fase di forte espansione segue una brusca contrazione (Capitolo IV). Di conseguenza, le banche centrali non avevano motivo di adottare misure restrittive quando l'inflazione si manteneva a bassi livelli, anche in caso di formazione di squilibri finanziari. Infine, a partire dagli anni novanta, l'ingresso della Cina e degli ex paesi comunisti nell'economia mondiale, l'integrazione internazionale dei mercati dei beni e servizi e i progressi tecnologici hanno fatto aumentare l'offerta e la produttività a livello mondiale. Parallelamente a un accrescimento della credibilità delle banche centrali, ciò ha aumentato la probabilità che le pressioni inflazionistiche rimangano relativamente moderate anche in presenza di un'accelerazione dell'espansione. Un'altra conseguenza di tali sviluppi è che i boom finanziari possono consolidarsi e che un cambiamento di direzione del ciclo finanziario, invece di far aumentare l'inflazione, può provocare una recessione^①.

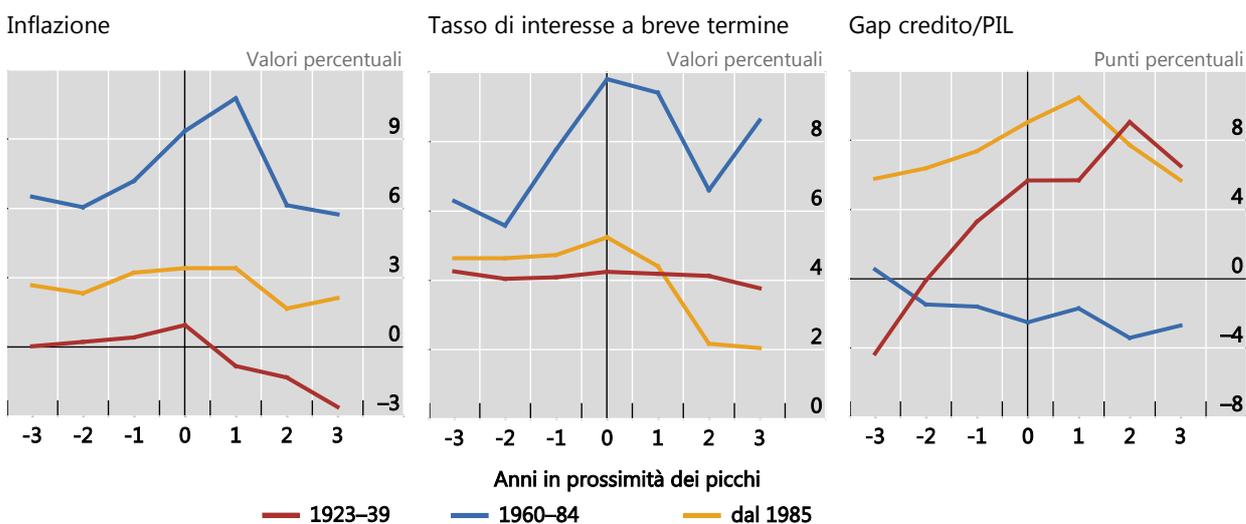
Questi fattori hanno chiaramente esercitato un'influenza anche nel periodo antecedente la Grande Crisi Finanziaria. La volatilità del prodotto a breve termine, nonché il livello e la volatilità dell'inflazione si sono mantenuti a bassi livelli (fenomeno della cosiddetta Grande Moderazione) e allo stesso tempo l'indebitamento dei sistemi sia finanziario sia non finanziario è aumentato. Con l'inversione del ciclo finanziario si sono manifestate tensioni finanziarie e si è verificata una grave recessione.

Il Grafico I.B.1 illustra alcuni di questi cambiamenti in alcune economie avanzate, concentrandosi sul comportamento di variabili chiave più o meno in corrispondenza dei punti di svolta del ciclo economico. Nel periodo 1960-84 l'inflazione era più elevata e tendeva ad aumentare di vari punti percentuali, raggiungendo il livello massimo poco dopo il picco della produzione; i tassi di interesse nominali a breve tendevano anch'essi ad aumentare di alcuni punti percentuali, in stretta correlazione con l'inflazione; e non si assisteva all'emergenza di boom del credito – in realtà il gap credito/PIL andava tendenzialmente diminuendo qualche tempo dopo l'inversione del ciclo economico. Di contro, dal 1985 si sono registrati livelli d'inflazione più bassi e notevolmente stabili in prossimità del picco del ciclo economico, i tassi a breve termine sono aumentati solo di poco e si è verificato un boom del credito nella fase espansiva, come dimostra l'ingente e positivo gap credito/PIL. È interessante notare che tali andamenti sono simili a quelli osservati nel periodo tra le due guerre mondiali, poiché negli anni venti si registrò un notevole boom del credito in un contesto caratterizzato da una bassa inflazione, un commercio mondiale molto sviluppato e un elevato livello di integrazione finanziaria, nonché da un regime monetario che esercitò *de facto* un controllo sull'inflazione^②. Tali andamenti si sono registrati anche nel periodo precedente la prima guerra mondiale (durante l'era del tallone aureo), quando si verificò la prima ondata di globalizzazione^③.

Uno dei meccanismi più significativi alla base dell'interazione tra i cicli finanziari e quelli economici opera attraverso l'accumulo di debito e il successivo aumento degli oneri per il servizio del debito. Ciò significa che nella fase espansiva del ciclo finanziario i nuovi prestiti e l'aumento dei prezzi delle attività sostengono la crescita economica. Nel corso del tempo, tuttavia, l'accumulo di debito implica impegni sempre più ingenti per il servizio del debito. Tali impegni hanno un forte e durevole impatto negativo sulla spesa delle famiglie e delle aziende indebitate. Di conseguenza, quando la tendenza del ciclo finanziario si inverte gli effetti positivi dei nuovi prestiti sulla spesa tendono ad attenuarsi e quelli negativi dell'onere per il servizio del debito si rafforzano^④. Non stupisce, quindi, che le misure dell'espansione del ciclo finanziario, non da ultime quelle che comprendono l'evoluzione degli oneri per il servizio del debito, siano utili indicatori anticipatori della successiva fase discendente del ciclo e che possano anche contribuire a chiarire il perché della lunga durata e della gravità della Grande Recessione^⑤.

L'evoluzione in prossimità dei picchi del ciclo economico nelle economie avanzate¹

Grafico I.B.1



¹ Sull'asse delle ascisse sono riportati gli anni prossimi ai picchi dei cicli economici. L'anno corrispondente al picco è uguale a zero (linee verticali). Le linee corrispondono all'evoluzione mediana nei vari paesi (AU, CA, DE, DK, FI, FR, GB, NO, SE e US) e agli eventi verificatisi nei rispettivi periodi di tempo.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Nell'analizzare le oscillazioni finanziarie che provocano i maggiori danni all'attività economica (e al sistema finanziario), le ricerche empiriche dimostrano che un approccio strategico promettente consiste nel rappresentare il ciclo finanziario attraverso oscillazioni di medio periodo del credito e dei prezzi immobiliari. A loro volta, queste oscillazioni possono essere individuate utilizzando tutta una serie di metodologie[®]. Una metodologia semplice, utilizzata nel Grafico I.B.2 e nel Grafico I.7 (cfr. testo principale), si basa su filtri statistici per estrarre le oscillazioni cicliche in un periodo di tempo che va da otto a 32 anni nelle serie del credito in termini reali, del rapporto credito/PIL e dei prezzi reali degli immobili. Tali componenti cicliche sono poi combinate in un'unica serie. Per facilitare i confronti tra paesi diversi conviene inoltre normalizzare le componenti cicliche per le medie specifiche dei paesi e le deviazioni standard, in modo che un valore pari a uno indichi che i cicli sono, in media, più elevati di una deviazione standard rispetto al valore normale.

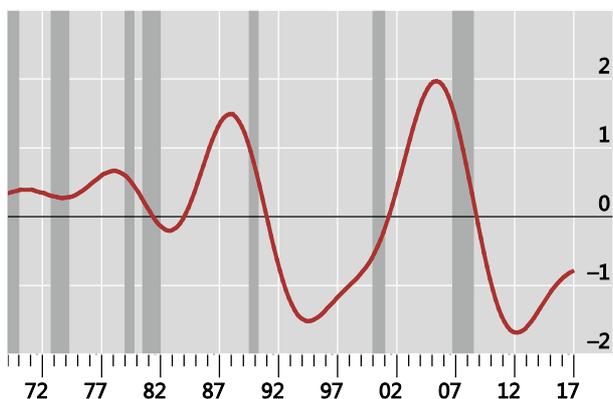
A titolo di esempio, il Grafico I.B.2 presenta l'evoluzione del ciclo finanziario negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Risulta evidente che le fasi discendenti del ciclo finanziario – caratterizzate da un elevato servizio del debito, da una forte riduzione della leva finanziaria e da una notevole riduzione dei prezzi delle attività – sono strettamente correlate alle fasi di contrazione economica registrate in tali paesi dalla metà degli anni ottanta in poi. Va notato, inoltre, che alcune di queste fasi hanno corrisposto a gravi tensioni finanziarie. Tale situazione vale anche per altre economie avanzate di cui non si tratta in questa sede.

Cicli finanziari¹

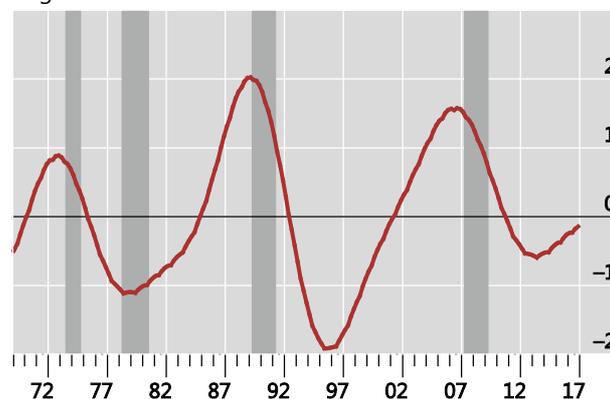
Deviazioni standard

Grafico I.B.2

Stati Uniti



Regno Unito



Le aree ombreggiate rappresentano recessioni in base ai dati dell'ECRI.

¹ I cicli finanziari sono misurati da filtri basati sulla frequenza (passa banda) che catturano i cicli a medio termine del credito in termini reali, del rapporto credito/PIL e dei prezzi delle abitazioni in termini reali. I cicli finanziari sono altresì normalizzati per le medie specifiche dei paesi e per le deviazioni standard.

Fonti: Economic Cycle Research Institute (ECRI); statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

① Per un approfondimento sulle modifiche in materia di regimi di politica economica e sulle loro implicazioni in tema di stabilità monetaria e finanziaria, cfr. ad esempio C. Borio e P. Lowe, "Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?", *BIS Working Papers*, n. 157, luglio 2004; C. Borio e W. White, "Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes", *BIS Working Papers*, n. 147, febbraio 2004; e C. Borio, "Monetary and prudential policies at a crossroads? New challenges in the new century", *Moneda y Crédito: Revista de Economía*, vol. 224, 2007. ② Cfr. ad esempio B. Eichengreen e K. Mitchener, "The Great Depression as a credit boom gone wrong", in *Research in Economic History*, Vol. 22, Emerald Group Publishing Limited, 2003, pagg. 183-237. ③ Cfr. ad esempio W. Huffman e J. Lothian, "The gold standard and the transmission of business cycles, 1833-1932", in D. Bordo e A. Schwartz (a cura di), *A retrospective on the classical gold standard, 1821-1931*, NBER, 1984; e C. Goodhart e P. Delargy, "Financial crises: plus ça change, plus c'est la même chose", *International Finance*, vol. 1, 1998. ④ Cfr. ad esempio BRI, *86ª Relazione annuale*, giugno 2016, Riquadro III.A; M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Papers*, no 380, giugno 2012; e S. Claessens, A. Kose e M. Terrones, "How do business and financial cycles interact?", *Journal of International Economics*, vol. 87, 2012. ⑤ Per riscontri sugli effetti negativi di elevati oneri per il servizio del debito sui consumi privati e gli investimenti, cfr. M. Drehmann, M. Juselius e A. Korinek, "Accounting for debt service: the painful legacy of credit booms", *BIS Working Papers*, n. 645, giugno 2017. M. Juselius e M. Drehmann, "Leverage dynamics and the real burden of debt", *BIS Working Papers*, n. 501, maggio 2015, dimostrano che, anche con stime in tempo reale, l'aggiustamento in funzione della leva finanziaria e dell'onere per il servizio del debito dal 2005 in poi implica evoluzioni in materia di credito e spesa strettamente allineate a quanto realmente accaduto prima e durante la Grande Recessione negli Stati Uniti. Più in generale, per riscontri sull'effetto negativo esercitato dal debito sulla crescita, cfr. O. Jordà, M. Schularick e A. Taylor, "The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles", *Economic Policy*, vol. 31, gennaio 2016; A. Mian, A. Sufi ed E. Verner, "Household debt and business cycles worldwide", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 132, 2017; FMI, "Financial conditions and growth at risk", *Global Financial Stability Report*, ottobre 2017, capitolo 3; e M. Lombardi, M. Mohanty e I. Shim, "The real effects of household debt in the short and long run", *BIS Working Papers*, n. 607, gennaio 2017. ⑥ Cfr. la nota 4.

Note di chiusura

- ¹ Il tasso di partecipazione dei lavoratori di età compresa tra 55 e 64 anni è passato dal 56% del 2008 al 62% del 2016, in media tra i paesi dell'OCSE. In Germania è salito da circa il 60% del 2008 a oltre il 70% nel 2016. Data la durata solitamente più corta dei loro contratti, questo gruppo di lavoratori tende ad ottenere salari più bassi rispetto ai lavoratori più giovani. Cfr. B. Mojon e X. Ragot, "The labor supply of baby-boomers and low-inflation", *Sciences Po OFCE Working Paper*, n. 9, 2018-01.
- ² La diffusione di catene di produzione internazionali, ad esempio, si è ridimensionata in seguito alla crisi. Detto ciò, non vi è stata una totale convergenza dei costi tra i paesi e ciò indica che c'è ancora spazio per un'ulteriore integrazione. Anche in assenza di maggiore contendibilità dei mercati del lavoro dovuta alla globalizzazione, pressioni concorrenziali esistenti possono interagire con altri fattori e mantenere bassa l'inflazione. Un esempio riguarda la creazione di aspettative inflazionistiche implicite nelle negoziazioni salariali. A causa delle pressioni concorrenziali, i lavoratori possono essere (temporaneamente) più riluttanti a chiedere aumenti di salario in linea con gli obiettivi di inflazione. Di conseguenza, è possibile che le aspettative di inflazione siano diventate più inerziali (o appaiano disancorate), rispecchiando maggiormente gli andamenti passati piuttosto che gli obiettivi di inflazione.
- ³ Cfr. BRI, *87ª Relazione annuale*, giugno 2017, Riquadro IV.B. Le indicazioni riguardanti la rilevanza delle misure del sottoimpiego della capacità a livello mondiale nelle curve di Phillips sono contraddittorie. C. Borio e A. Filardo, "Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", *BIS Working Papers*, n. 227, maggio 2007, e R. Auer, C. Borio e A. Filardo, "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", *BIS Working Papers*, n. 602, gennaio 2017 hanno riscontrato che l'espansione delle catene di valore mondiali ha rafforzato l'importanza dei fattori internazionali rispetto alle pressioni interne. Altre ricerche hanno messo in dubbio la rilevanza quantitativa di questo canale, ad esempio J. Ihrig, S. Kamin, D. Lindner e J. Marquez, "Some simple tests of the globalization and inflation hypothesis", *International Finance*, vol. 13, numero 3, inverno 2010; BCE, "Assessing labour market slack", *Bollettino economico BCE*, numero 3/2017, riquadro 3; e D. Brouillette e L. Savoie-Chabot, "Global factors and inflation in Canada," *Bank of Canada Staff Analytical Note*, n. 2017-17, ottobre.
- ⁴ Uno studio dettagliato realizzato su 800 impieghi in 46 economie avanzate ed emergenti indica che circa il 60% degli impieghi presenta un contenuto di almeno il 30% che può essere automatizzato sulla base delle tecnologie esistenti (McKinsey Global Institute, *A future that works: automation, employment, and productivity*, gennaio 2017).
- ⁵ Cfr. ad esempio D. Andrews, C. Criscuolo e P. Gal, "Frontier firms, technology diffusion and public policy: micro evidence from OECD countries", *OECD Productivity Working Papers*, n. 2, novembre 2015.
- ⁶ Ad esempio, il boom dell'e-commerce (il cosiddetto "effetto Amazon") sembra aver ridotto l'inflazione dei prezzi al dettaglio negli Stati Uniti di almeno lo 0,1% all'anno tra il 2011 e il 2015, senza tenere conto degli effetti indiretti; cfr. ad esempio K. Kliesen e C. Gascon, "An examination of current economic conditions in the nation and in the Memphis area", *Regional Economic Briefing*, Federal Reserve Bank di St Louis, ottobre 2017.
- ⁷ Altri fattori possono inoltre aver contribuito, tra cui la decisione del dipartimento del Tesoro statunitense di spostare le proprie emissioni verso scadenze più corte e una possibile e persistente forte domanda di titoli con scadenze lunghe da parte di compagnie assicurative e fondi pensione a fronte della necessità di rispettare gli standard regolamentari e bilanciare le loro passività a lungo termine.
- ⁸ Cfr. "Il ritorno della volatilità", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2018.
- ⁹ Il valore del dollaro può essere stato influenzato non solo dall'atteso avvio del processo di normalizzazione dell'area dell'euro, ma anche dalla sua evoluzione prevista. In altre parole gli investitori sono parsi aspettarsi che, una volta avviato, il processo di normalizzazione dell'area dell'euro sarebbe evoluto a un ritmo più rapido rispetto a quello statunitense.
- ¹⁰ Solidi dividendi hanno fornito un qualche supporto alle valutazioni azionarie negli Stati Uniti. Tuttavia, i dividendi unitari delle azioni statunitensi sono cresciuti a un ritmo molto più rapido dalla GCF, sostenuti anche da ingenti riacquisti di azioni proprie dagli inizi degli anni 2000, a loro volta ulteriormente favoriti dal rimpatrio dei risparmi esteri conseguente alla riforma fiscale messa in atto nel paese.
- ¹¹ Cfr. ad esempio, BRI, *83ª Relazione annuale*, giugno 2013, Capitolo III.
- ¹² Cfr. OCSE, *Going for Growth 2018*, marzo 2018.

- ¹³ Cfr. BRI, *86^a Relazione annuale*, giugno 2016, Capitolo V.
- ¹⁴ Anche gli indicatori di allerta precoce delle crisi bancarie sistemiche indicano la comparsa di vulnerabilità in diverse EME: cfr. I. Aldasoro, C. Borio e M. Drehmann, "Indicatori di allerta precoce delle crisi bancarie: la famiglia si allarga", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2018 (versione integrale disponibile soltanto in inglese).
- ¹⁵ Cfr. anche FMI, *Global Financial Stability Report*, aprile 2018.
- ¹⁶ Questi effetti sono impliciti negli attuali tassi di capitalizzazione (rapporti prezzo/rendita) (indagine ACLI, American Council of Life Insurers) e nelle stime di J. Duca, P. Hendershott e D. Ling, "How taxes and required returns drove commercial real estate valuations over the past four decades", *National Tax Journal*, vol. 70, n. 3, settembre 2017, pagg. 549-83.
- ¹⁷ Cfr. C. Borio, R. McCauley e P. McGuire, "Swap su valute e forward: debito mancante a livello internazionale?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2017 (versione integrale disponibile soltanto in inglese).
- ¹⁸ Un possibile meccanismo è il seguente: quando il dollaro si indebolisce aumenta il merito di credito dei debitori che presentano disallineamenti valutari e i vincoli di bilancio delle banche mondiali vengono allentati con un conseguente aumento dell'offerta di credito transfrontaliero. Ciò finisce a sua volta con lo stimolare gli investimenti reali (cfr. S. Avdjiev, V. Bruno, C. Koch e H. S. Shin, "The dollar exchange rate as a global risk factor: evidence from investment", *BIS Working Papers*, n. 695, gennaio 2018). Questo canale, noto anche come canale di assunzione del rischio del tasso di cambio, opera in direzione opposta rispetto al canale commerciale di tipo tradizionale, che enfatizza la competitività commerciale risultante dai movimenti di cambio. La rilevanza del dollaro USA nell'influenza delle condizioni finanziarie a livello mondiale è stata documentata, usando l'indice ampio del dollaro in S. Avdjiev, W. Du, C. Koch e H. S. Shin, "The dollar, bank leverage and the deviation from covered interest parity", *BIS Working Papers*, n. 592, luglio 2017; S. Avdjiev, C. Koch e H. S. Shin, "Exchange rates and the transmission of global liquidity", mimeo non pubblicato, marzo 2018; e anche usando tassi di cambio bilaterali, in V. Bruno e H. S. Shin, "Cross-border banking and global liquidity", *Review of Economic Studies*, vol. 82 n. 2, aprile 2015; V. Bruno e H. S. Shin, "Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, aprile 2015; e B. Hofmann, I. Shim e H. S. Shin, "Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation", *BIS Working Papers*, n. 538, maggio 2017.
- ¹⁹ Riscontri mostrano un certo disancoraggio delle aspettative in seguito alla GFC in alcuni paesi, soprattutto nell'area dell'euro (ad esempio, T. Lyziak e M. Paloviita, "Anchoring of inflation expectations in the euro area: recent evidence based on survey data", *European Journal of Political Economy*, vol. 46, 2017; F. Natoli e L. Sigalotti, "Tail co-movement in inflation expectations as an indicator of anchoring", *International Journal of Central Banking*, gennaio 2018); e più in generale quando l'inflazione è su livelli significativamente inferiori all'obiettivo o quando i tassi di interesse sono prossimi alla soglia zero (ad esempio, R. Banerjee e A. Mehrotra, "Deflation expectations", *BIS Working Papers*, n. 699, febbraio 2018). Altri studi, tuttavia, non hanno trovato riscontri di disancoraggio nella maggior parte dei paesi (ad esempio, O. Blanchard, "The US Phillips curve: back to the '60s?", *Peterson Institute for International Economics Policy Briefs*, n. PB 16-1, gennaio 2016). Il disancoraggio delle aspettative crea inoltre il rischio di una persistente iperreaione in caso di incremento dell'inflazione.
- ²⁰ La produzione di petrolio di scisto è più reattiva ai prezzi rispetto a quella proveniente da altre fonti poiché i costi sono di gran lunga inferiori, i pozzi possono essere aperti e chiusi molto più rapidamente e il ciclo di investimenti è notevolmente più breve e meno incerto. Sebbene rappresenti una piccola quota della produzione totale di petrolio (il 6% nel 2017), il petrolio di scisto rappresenta oltre il 60% della crescita cumulata della produzione di petrolio dal 2010.
- ²¹ Cfr. ad esempio M. Obstfeld, "Trilemmas and trade-offs: living with financial globalisation", *BIS Working Papers*, n. 480, gennaio 2015; B. Hofmann e E. Takáts, "Gli effetti di propagazione internazionale delle politiche monetarie", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015 (versione integrale disponibile soltanto in inglese); e E. Kharroubi e F. Zampolli, "Monetary independence in a financially integrated world: what do measures of interest rate co-movement tell us?", *BIS Papers*, n. 88, ottobre 2016, pagg. 193-205.
- ²² La quota di attività intermediata da altri intermediari finanziari, ad esempio, è andata costantemente aumentando, raggiungendo circa il 30% degli impieghi totali del sistema finanziario nel 2016, principalmente attraverso veicoli di investimento collettivo e intermediazioni basate sulla cartolarizzazione, che rappresentano circa l'80% della misura ristretta dell'FSB del sistema bancario ombra.

- ²³ Le oscillazioni degli investimenti indotte da mutamenti nel clima di mercato e le fluttuazioni del credito e delle condizioni finanziarie sono caratteristiche perenni dei cicli economici e possono spiegare perché l'attività economica può invertire la tendenza anche in assenza di forti pressioni inflazionistiche (cfr. ad esempio V. Zarnowitz, "Theory and history behind business cycles: are the 1990s the onset of a golden age?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, n. 2, 1999).
- ²⁴ Ad esempio, FMI, *World Economic Outlook: Adjusting to lower commodity prices*, ottobre 2015, considera uno scenario in cui un rallentamento della crescita del prodotto potenziale nelle EME superiore alle aspettative è combinato con una diminuzione dei flussi di capitale verso le EME e un inasprimento delle condizioni finanziarie. Dopo un anno, la crescita è inferiore di 0,8 punti percentuali rispetto alla base nei paesi BRICS e di 0,4 punti nelle economie avanzate. Analogamente, P. Ollivaud, E. Rusticelli e C. Schwellnus, "Would a growth slowdown in emerging markets spill over to high-income countries? A quantitative assessment", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1110, 2014, considerano uno scenario in cui le EME registrano un calo di 2 punti percentuali della crescita della domanda interna combinato con una flessione del 10% dei corsi azionari e un deprezzamento del 20% della valuta (paesi con disavanzi correnti). Lo stesso scenario implica anche un aumento di 50 punti base del premio di rischio azionario nelle economie OCSE, che rispecchia una propagazione del clima di sfiducia dovuto a condizioni finanziarie più rigide nelle EME. Il risultato è un calo della crescita di un punto percentuale in Giappone e di due terzi di punto percentuale negli Stati Uniti e in Germania, attestandosi a livelli prossimi alla media dei paesi OCSE. Tali stime potrebbero, tuttavia, sottovalutare gli effetti reali, soprattutto in tempi di maggiore volatilità dei mercati finanziari. Modelli strutturali ed empirici esistenti potrebbero non cogliere totalmente l'influenza (variabile nel tempo e non lineare) dei fattori finanziari.
- ²⁵ Nel tempo, inoltre, il protrarsi dell'espansione, specialmente se sostenuta da bassi tassi di interesse e crescenti squilibri finanziari, potrebbe anche essere accompagnato da un aggravamento degli squilibri nel settore reale (cfr. anche Riquadro I.A). Di particolare rilievo è il rischio di distorsioni allocative settoriali: cfr. ad esempio, C. Borio, E. Kharroubi, C. Upper e F. Zampolli, "Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences", *BIS Working Papers*, n. 534, gennaio 2016.
- ²⁶ Cfr. C. Borio, M. Lombardi e F. Zampolli, "Fiscal sustainability and the financial cycle", in L. Ódor (a cura di), *Rethinking fiscal policy after the crisis*, Cambridge University Press, 2017, pagg. 384-413.
- ²⁷ Studi empirici hanno documentato il potenziale impatto negativo del debito pubblico sulla crescita media futura, sebbene non in modo conclusivo (per una panoramica, cfr. ad esempio "Is high public debt a drag on growth?", in BRI, *83ª Relazione annuale*, giugno 2013) e gli effetti amplificatori di elevati livelli di debito pubblico in seguito a una crisi finanziaria (cfr. ad esempio, O. Jorda, M. Schularick e A. Taylor, "Sovereigns versus banks: credit, crises, and consequences", *Journal of the European Economic Association*, vol. 14, n. 1, febbraio 2016).