

# **L'ECONOMIA INTERNAZIONALE**



## 1. I MERCATI FINANZIARI E VALUTARI

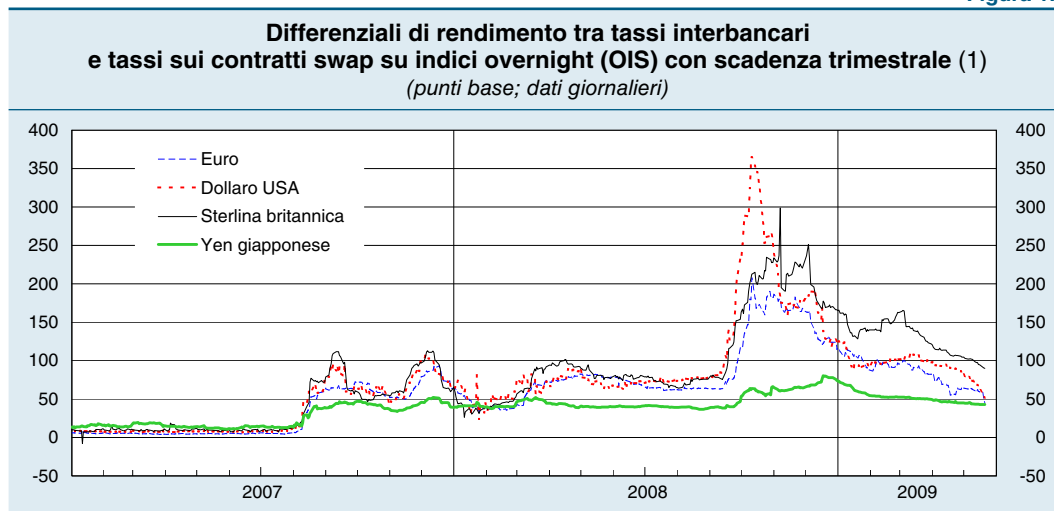
La crisi finanziaria internazionale si è aggravata a partire dal settembre dello scorso anno, con pesanti ripercussioni sull'attività economica (cfr. il capitolo 2: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). Il dissesto della banca statunitense Lehman Brothers ha causato una grave crisi di fiducia che ha prosciugato la liquidità sui mercati monetari, acuendo le difficoltà di molte istituzioni finanziarie, e aumentato l'avversione al rischio; ne è derivata una massiccia ricomposizione dei portafogli degli investitori verso attività percepite come più sicure, che ha indotto un calo repentino dei corsi azionari, un aumento dei premi per il rischio sulle obbligazioni societarie e una riduzione dei rendimenti dei titoli pubblici. La crisi si è rapidamente trasmessa anche ai mercati finanziari dei paesi emergenti; i deflussi di capitali hanno colpito con particolare virulenza quelli con disavanzi esterni più ampi. Per ripristinare condizioni di fiducia nel sistema finanziario e un ordinato funzionamento dei mercati, le autorità dei principali paesi avanzati hanno adottato misure tese a risolvere il problema della bassa capitalizzazione delle banche e a sbloccare i flussi creditizi nei mercati più colpiti. Anche grazie al significativo coordinamento internazionale, queste misure hanno scongiurato una paralisi del sistema; hanno ridotto, ma non dissolto, l'incertezza, che continua a gravare sulle istituzioni finanziarie e sulle prospettive del credito e dell'attività economica mondiale.

### *La crisi finanziaria nei paesi industriali e la risposta delle autorità*

Nei primi otto mesi dello scorso anno nei mercati finanziari internazionali avevano continuato a prevalere condizioni di volatilità assai elevata; erano andati crescendo i timori che le perdite delle banche – rese incerte nell'entità e nella distribuzione dalla difficoltà di identificare e quantificare il rischio connesso con gli strumenti di credito strutturato meno liquidi – potessero provocare il dissesto di una o più istituzioni finanziarie di rilevanti dimensioni. La percezione di un elevato rischio di controparte e la forte domanda di liquidità per scopi precauzionali da parte degli intermediari concorrevano a mantenere elevate le tensioni sui mercati interbancari. Le principali banche centrali effettuavano una serie di interventi per aumentare l'offerta di liquidità, riuscendo a contenere ma non a dissolvere le tensioni (cfr. il capitolo 2: *I mercati finanziari e valutari* nella Relazione sull'anno 2007): i differenziali tra i tassi sui depositi interbancari senza garanzia a tre mesi e i tassi sui contratti swap su indici overnight con eguale durata oscillavano intorno a 70 punti base per il dollaro e la sterlina e a 60 punti per l'euro, con aumenti significativi dopo la crisi della banca d'affari statunitense Bear Stearns alla metà di marzo (fig. 1.1). Proseguiva la tendenza flettente sui mercati azionari, con ribassi, da gennaio ad agosto, di circa il 15 per cento negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito e del 23 per cento nell'area dell'euro (fig. 1.2); negli

Stati Uniti i premi per il rischio sulle obbligazioni societarie, misurati dai differenziali di rendimento rispetto ai titoli del Tesoro, si ampliavano ulteriormente, salendo, nello stesso periodo, da 2,4 a 3,6 punti percentuali per quelle con merito di credito più elevato (BBB) e da 5,6 a 7,9 punti per quelle high yield.

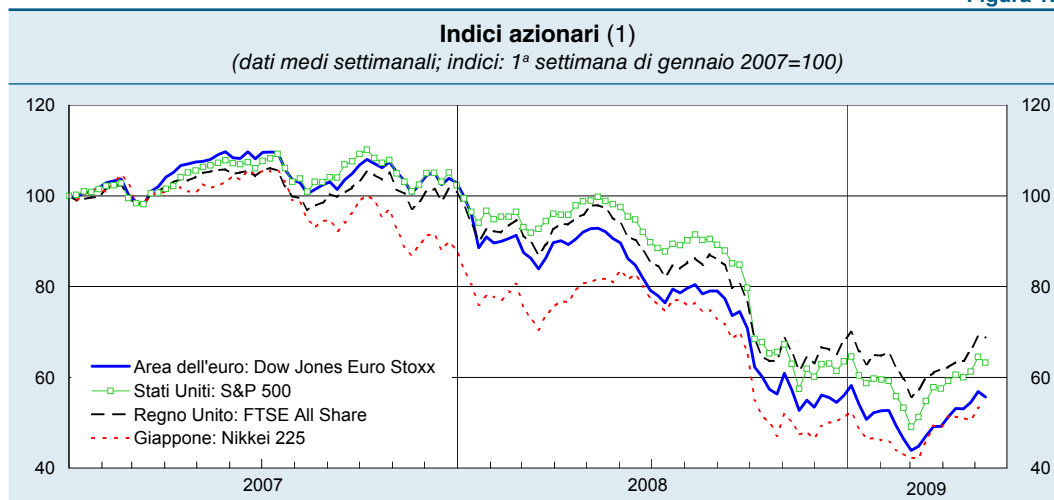
Figura 1.1



Fonte: Thomson Reuters Datastream e Bloomberg.  
(1) L'ultimo dato raffigurato è quello del 20 maggio.

La crisi si è aggravata in settembre. All'inizio del mese il Tesoro statunitense ha deciso di porre in amministrazione controllata le due agenzie specializzate nella cartolarizzazione dei mutui ipotecari (Fannie Mae e Freddie Mac) che, risentendo delle consistenti perdite registrate dall'avvio della crisi nell'agosto del 2007 e del continuo deterioramento del mercato immobiliare, nel corso dell'estate avevano iniziato a incontrare difficoltà nel collocamento dei propri titoli obbligazionari. In considerazione della rilevanza sistemica delle due agenzie, che nel 2008 hanno finanziato quasi i tre quarti dei mutui residenziali concessi negli Stati Uniti, il Tesoro statunitense si impegnava a sottoscrivere nuovo capitale per un ammontare fino a 100 miliardi di dollari ciascuna (limite successivamente aumentato a 200).

Figura 1.2



Fonte: Thomson Reuters Datastream.  
(1) L'ultimo dato raffigurato è quello della settimana terminante il 15 maggio.

Dalla metà di settembre le condizioni sui mercati finanziari internazionali sono divenute critiche: il dissesto della banca Lehman Brothers ha provocato una crisi di fiducia e un repentino e drastico aumento dell'avversione al rischio; gli scambi sui mercati interbancari si sono rarefatti, mettendo in gravi difficoltà altri grandi istituti; il 16 settembre, la Riserva federale è intervenuta a sostegno del gruppo assicurativo American International Group (AIG) con un prestito di 85 miliardi di dollari (seguito da un ulteriore finanziamento di 38 miliardi all'inizio di ottobre).

Nelle settimane successive la crisi di altre istituzioni ha innescato un processo di rapido consolidamento del sistema bancario statunitense: è fallita Washington Mutual, le cui attività sono state rilevate da JP Morgan; Merrill Lynch è stata acquisita da Bank of America e Wachovia da Wells Fargo; Goldman Sachs e Morgan Stanley hanno avviato la propria trasformazione in gruppi bancari, in modo da poter accedere ai diversi canali di liquidità della Riserva federale. Le turbolenze sui mercati finanziari e la crisi di fiducia hanno investito con virulenza anche i sistemi bancari dei paesi europei. Si è avviata una massiccia ricomposizione dei portafogli a favore di attività considerate più sicure: in un contesto di eccezionale volatilità, nel corso dell'autunno i principali indici azionari si sono ulteriormente ridotti di circa un terzo, con ribassi tra il 40 e il 50 per cento nei comparti finanziari, mentre gli spread sulle obbligazioni societarie sono più che raddoppiati.

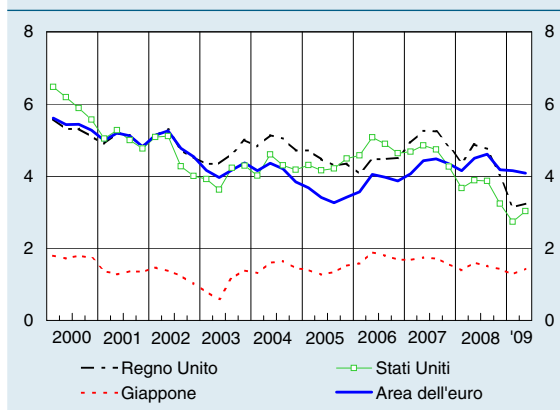
Nello scorcio dell'anno i rendimenti dei titoli pubblici sono significativamente diminuiti, riflettendo anche il forte deterioramento del quadro congiunturale e il calo dell'inflazione corrente e attesa: quelli dei titoli a 10 anni sono scesi fino al 2,2 per cento negli Stati Uniti, all'1,2 in Giappone e al 3,1 nel Regno Unito, rispettivamente dal 4,0, 1,5 e 4,5 per cento dell'inizio del 2008; nell'area dell'euro sono scesi dal 4,3 al 2,9 per cento (fig. 1.3; cfr. il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). La liquidità sui mercati monetari si è prosciugata, causando gravi difficoltà di finanziamento per gli intermediari e, di conseguenza, per le società non finanziarie che da essi dipendono quale fonte di credito. Ne-

gli Stati Uniti, dove i fondi di mercato monetario sono stati investiti da ingenti richieste di rimborso in seguito alla discesa di alcuni di essi sotto la pari, lo stock di carta commerciale in essere è diminuito in poche settimane di 370 miliardi di dollari (a 1.450 miliardi), una riduzione commisurabile a quella osservata nei dodici mesi precedenti.

La risposta dei governi e delle banche centrali dei maggiori paesi industriali è stata tempestiva, articolata e caratterizzata da un significativo aumento del coordinamento internazionale (cfr. i riquadri *La crisi di alcune istituzioni finanziarie negli Stati Uniti e l'azione di sostegno delle autorità*, in *Bollettino economico*, n. 54, 2008 e *Le recenti misure di sostegno al sistema bancario nei principali paesi industriali*, in *Bollettino economico*, n. 55, 2009). Nel vertice dei Ministri finanziari e dei Governatori dei paesi del Gruppo dei Sette (G7), tenutosi il 10 ottobre, e in quello immediatamente successivo dei Capi

Figura 1.3

**Tassi di interesse nominali a lungo termine (1)**  
(dati medi trimestrali; valori percentuali)



Fonte: statistiche nazionali e BCE.

(1) Rendimenti dei titoli di Stato decennali. Per l'area dell'euro, media ponderata (con le consistenze nominali di titoli) dei rendimenti nazionali. I dati del II trimestre 2009 sono aggiornati sino al 20 maggio.

di Stato e di governo dei paesi dell'area dell'euro, d'intesa con la Commissione europea e con la BCE, sono state concordate le priorità e le principali direttrici lungo le quali definire le misure nei singoli paesi: riattivare i mercati monetari e creditizi; fornire sostegno alle istituzioni finanziarie con rilevanza sistemica; assicurare la continuità della raccolta di fondi sul mercato da parte delle banche attraverso la concessione di garanzie temporanee sulle loro passività; ampliare le garanzie sui depositi bancari; rafforzare la posizione patrimoniale degli istituti in difficoltà mediante piani di intervento pubblico; assicurare sufficiente flessibilità nell'applicazione delle regole contabili. Il coordinamento internazionale è proseguito nell'ambito del Gruppo dei Venti (G20) con gli incontri dei Capi di Stato e di governo a Washington il 14 e 15 novembre e a Londra il 2 aprile dell'anno in corso, nei quali sono state discusse le misure necessarie per fronteggiare la crisi e riformare il sistema finanziario internazionale (cfr. il capitolo 4: *Le riforme del sistema finanziario internazionale*). Per le misure da adottare nei paesi dell'Unione europea, la Commissione ha stabilito alcune linee guida volte a garantire che il sostegno pubblico non determini vantaggi competitivi per gli intermediari beneficiari (cfr. il capitolo 19: *L'azione di Vigilanza*).

*Per ripristinare la liquidità sui mercati monetari, negli Stati Uniti il 19 settembre la Riserva federale ha introdotto un meccanismo per il finanziamento di acquisti, da parte delle banche, di carta commerciale e certificati di deposito di qualità elevata detenuti dai fondi monetari (Money Market Investor Funding Facility), mentre la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ha istituito una garanzia temporanea sui capitali investiti dai fondi per 50 miliardi di dollari; il 7 ottobre la Riserva federale ha annunciato anche l'istituzione di una entità speciale per l'acquisto, direttamente dalle società emittenti, di carta commerciale anche non garantita (Commercial Paper Funding Facility).*

*Tra la fine di settembre e la prima metà di ottobre le autorità di molti paesi hanno ampliato le garanzie in essere sui depositi bancari. Negli Stati Uniti, l'FDIC ha innalzato la copertura da 100.000 a 250.000 dollari e, dal 14 ottobre, ha esteso le proprie garanzie, senza limiti di importo, ad alcune tipologie di debito senior emesso dalle banche, tra cui i prestiti interbancari e la carta commerciale, e ai conti correnti non remunerati. Nel Regno Unito il limite dell'assicurazione sui depositi bancari è stato aumentato da 32.000 a 50.000 sterline. Misure analoghe sono state prese anche in altri paesi europei e non; in qualche caso, ad esempio in Germania, è stato rimosso il limite di importo della copertura. In altri casi, come in Italia e in Francia, le garanzie in essere, già molto ampie, non sono state ulteriormente estese.*

*Il 3 ottobre, il Congresso degli Stati Uniti ha approvato un piano di sostegno al sistema finanziario da 700 miliardi di dollari (Troubled Asset Relief Program, TARP), finanziato mediante l'emissione di titoli di debito pubblico. Le risorse del TARP, inizialmente destinate all'acquisto o alla garanzia da parte del Tesoro di attività in sofferenza detenute dagli intermediari e prive di un mercato liquido, sono state sinora utilizzate (per 385 miliardi di dollari) principalmente per operazioni di ricapitalizzazione di banche e altri intermediari finanziari nonché, attraverso iniezioni di capitale e prestiti obbligazionari, nell'ambito di programmi di sostegno all'industria automobilistica. Tra i principali beneficiari del TARP, l'AIG è stata ricapitalizzata complessivamente per 70 miliardi di dollari, Citigroup e Bank of America per 45 miliardi ciascuna. A queste ultime il Tesoro (assieme all'FDIC e alla Riserva federale) ha anche accordato garanzie parziali sulle eventuali perdite su portafogli di attività finanziarie per circa 300 e 120 miliardi di dollari, rispettivamente.*

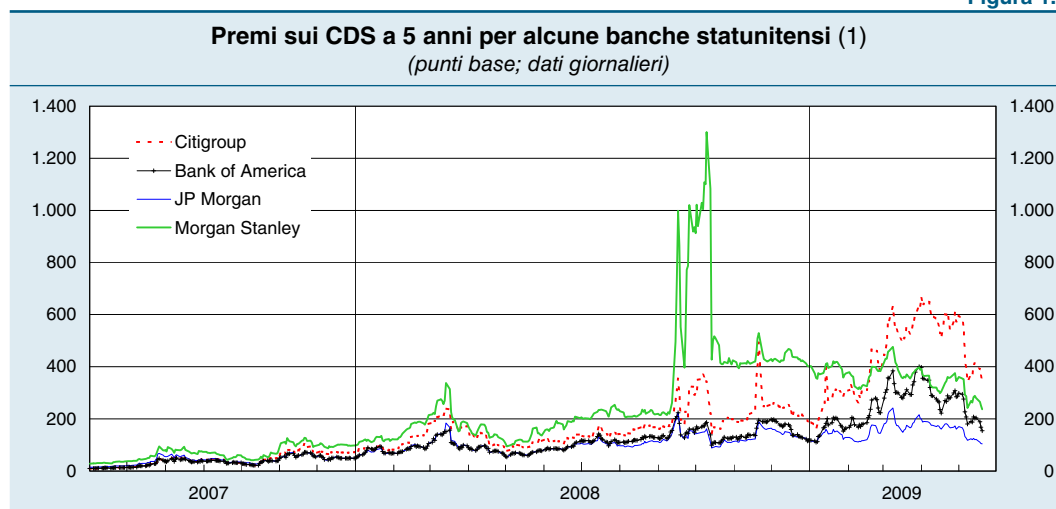
*Anche nel Regno Unito è stato avviato un piano di ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie; agli istituti aderenti è stata, inoltre, offerta la possibilità di ottenere una garanzia temporanea su strumenti di debito senior, carta commerciale o certificati di deposito, una misura destinata a coprire attività per circa 250 miliardi di sterline (Credit Guarantee Scheme); tra novembre e dicembre il Tesoro ha sottoscritto aumenti di capitale della Royal Bank of Scotland e del gruppo Lloyds, scaturito dalla fusione tra Lloyds e HBOS, complessivamente per 37 miliardi di sterline. Il 19 gennaio dell'anno in corso è stato istituito uno schema di garanzia (Asset Protection Scheme) attraverso il quale il Tesoro ha offerto alle principali banche del paese una copertura parziale delle eventuali perdite su portafogli di attività finanziarie, che includono mutui residenziali o commerciali, prodotti strutturati, prestiti commerciali e industriali e leveraged loans; finora vi hanno aderito la Royal Bank of Scotland e il gruppo Lloyds, che hanno concordato una protezione su portafogli per un valore, rispettivamente, di 325 e di 260 miliardi di sterline, impegnandosi al contempo a erogare credito nel 2009 complessivamente per circa 40 miliardi.*

Anche in Italia e in altri paesi europei sono state disposte, in ottobre, procedure speciali per intervenire con fondi pubblici nel capitale delle banche e per assicurare la continuità dei flussi di finanziamento alle stesse, anche attraverso garanzie governative sulle emissioni di passività (cfr. il capitolo 19: L'azione di Vigilanza).

L'insieme delle misure adottate, pur scongiurando una paralisi del sistema finanziario, ha attenuato solo in parte l'elevata incertezza e i timori di nuovi dissesti; i premi sui credit default swaps (CDS) per le principali banche internazionali, che erano aumentati in misura considerevole nelle settimane immediatamente successive al dissesto di Lehman Brothers, non ritornavano ai livelli, peraltro già elevati, della scorsa estate (fig. 1.4).

Dopo l'insediamento della nuova Amministrazione statunitense il Tesoro ha annunciato, il 10 febbraio dell'anno in corso, un nuovo piano (Financial Stability Plan, FSP) che mira, tra l'altro, a rilevare dai bilanci delle banche le attività problematiche, principalmente portafogli di mutui ipotecari e prodotti cartolarizzati connessi con tali mutui; a tal fine il Public-Private Investment Program (PPIP) prevede la creazione di fondi misti (con partecipazione pubblica e privata), a cui il Tesoro parteciperà per il 50 per cento per un ammontare complessivo fino a 75-100 miliardi di dollari (finanziati utilizzando il TARP). Tali fondi potranno acquistare attività per un controvalore fino a 500 miliardi di dollari finanziandole con l'emissione di strumenti di debito garantiti dall'FDIC o con prestiti della Riserva federale.

Figura 1.4



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Premi per l'assicurazione contro il rischio di credito per 5 anni su debito *senior* emesso dalle banche indicate. L'ultimo dato raffigurato è quello del 20 maggio.

L'FSP mira anche a creare le condizioni affinché le banche possano continuare a fornire credito all'economia, rafforzando ulteriormente il loro patrimonio attraverso il ricorso al mercato o con nuove iniezioni di capitale pubblico (cfr. il riquadro *Le recenti misure di sostegno al sistema bancario e di stimolo al credito: Stati Uniti e Regno Unito*, in *Bollettino economico*, n. 56, 2009). Per avere indicazioni circa la necessità o meno di nuovi aumenti di capitale le autorità di vigilanza hanno sottoposto le 19 banche il cui attivo a fine 2008 eccedeva i 100 miliardi di dollari a una procedura di stress testing sul biennio 2009-2010, con l'obiettivo di stimare, a fronte di un deterioramento macroeconomico anche più marcato di quello atteso, le perdite potenziali, l'andamento dei margini operativi e la conseguente posizione patrimoniale di ciascuna banca. Dalle

valutazioni effettuate è emerso che nel biennio di riferimento tali banche potrebbero subire perdite complessivamente per 600 miliardi di dollari; tenendo conto degli aumenti di capitale già effettuati nell'anno in corso e della necessità di accantonare riserve sufficienti per far fronte alle perdite attese nel 2011, il patrimonio di dieci banche è stato ritenuto inadeguato, con un fabbisogno di capitale aggiuntivo complessivamente per 75 miliardi di dollari (quasi la metà per la sola Bank of America).

*Queste valutazioni sono state ottenute sulla base di uno scenario macroeconomico peggiore di quello atteso lo scorso febbraio, quando è stata avviata la procedura di stress testing; tale scenario ipotizza una diminuzione del PIL del 3,3 per cento nel 2009 e un recupero limitato allo 0,5 nel 2010, un aumento del tasso di disoccupazione al 10,3 per cento e un calo dei prezzi delle abitazioni, nel biennio, del 27 per cento.*

Anche in Giappone, nonostante la minore esposizione del sistema finanziario, le autorità hanno adottato misure volte a tutelare la stabilità delle banche.

*Lo scorso febbraio la Banca del Giappone ha annunciato un piano di acquisti di azioni detenute dalle banche, per un ammontare massimo sino a 250 miliardi di yen per ciascuna istituzione; gli acquisti effettuati sino alla fine di aprile ammontavano a 1,6 miliardi di yen. In marzo è stato istituito un nuovo programma per fornire alle banche prestiti subordinati per un ammontare complessivo fino a 1.000 miliardi di yen.*

Con l'aggravarsi della crisi, l'inasprimento delle condizioni di offerta di credito nelle principali aree si è accentuato (cfr. il capitolo 2: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree* e, per l'area dell'euro, il capitolo 7: *La politica monetaria comune*). Negli Stati Uniti, nel secondo semestre del 2008 il valore delle emissioni lorde di obbligazioni di società non finanziarie è diminuito del 40 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; nel primo trimestre del 2009 vi è stata una ripresa, con un incremento del 140 per cento sul periodo precedente. Le autorità hanno avviato una serie di iniziative volte a sostenere direttamente i mercati più colpiti.

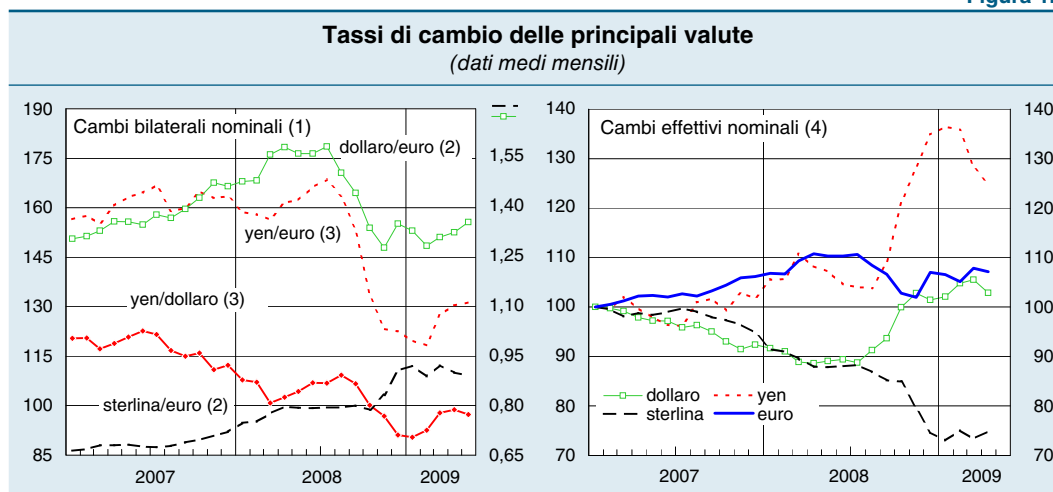
*Alla fine dello scorso novembre la Riserva federale ha creato un nuovo strumento (Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF) per finanziare l'acquisto di asset-backed securities (ABS), connesse principalmente con prestiti al consumo e alle piccole e medie imprese, per un ammontare complessivo fino a 200 miliardi di dollari; contemporaneamente ha avviato un programma di acquisti di mortgage-backed securities (MBS) garantite dalle agenzie federali per un ammontare complessivo fino a 500 miliardi di dollari, teso a sostenere il mercato dei mutui ipotecari; successivamente, nel marzo dell'anno in corso, ha ampliato la tipologia e innalzato (a 1.000 miliardi) il valore complessivo di ABS finanziabili dalla TALF e ha aumentato a 1.250 miliardi il limite di acquisti di MBS delle agenzie. Nello stesso mese il Tesoro ha inoltre annunciato un piano di acquisti di titoli risultanti dalla cartolarizzazione di alcune categorie di prestiti garantiti dalla Small Business Administration che, nel contempo, ha rafforzato e reso più accessibili le proprie garanzie.*

*Misure analoghe sono state annunciate, lo scorso gennaio, nel Regno Unito, dove il governo ha deciso di offrire garanzie su ABS connesse con mutui ipotecari, prestiti alle imprese e credito al consumo; la Banca d'Inghilterra ha inoltre avviato un programma di acquisti di obbligazioni societarie, carta commerciale, prestiti sindacati, ABS e titoli di debito emessi dalle banche e garantiti nell'ambito del Credit Guarantee Scheme, per un controvalore complessivo fino a 50 miliardi di sterline (Asset Purchase Facility).*

Per accrescere l'efficacia dell'azione di sostegno al credito, il Tesoro statunitense ha intensificato il monitoraggio dell'attività delle banche, in particolare di quelle ricapitalizzate con fondi pubblici nell'ambito dell'FSF; queste ultime sono, inoltre, tenute a presentare un piano da cui emergano le condizioni per mantenere o espandere i prestiti all'economia e, successivamente, documentarne l'andamento con frequenza mensile.

Dalla metà di marzo le tensioni sui mercati finanziari si vanno in parte allentando. I corsi azionari hanno segnato rialzi consistenti, anche se, rispetto ai valori dell'inizio del 2008, le perdite cumulate rimangono assai elevate (circa il 30 per cento nel Regno Unito, il 40 negli Stati Uniti e in Giappone e il 45 nell'area dell'euro). I premi per il rischio sulle obbligazioni societarie continuano a riflettere la severità della recessione in atto, ma sono scesi rispetto ai picchi dello scorso dicembre: negli Stati Uniti, gli spread si collocano a circa 5 punti percentuali per i titoli con merito di credito più elevato e a 11,4 punti per quelli high yield. Sui mercati interbancari, i premi connessi con i rischi di controparte e di liquidità sono ritornati in prossimità dei livelli osservati prima del dissesto di Lehman Brothers; tuttavia, quelli sui CDS per le principali banche internazionali, pur essendosi nettamente ridotti, continuano a segnalare la percezione di un rischio elevato. Alla fine della seconda decade di maggio dell'anno in corso i rendimenti dei titoli pubblici a dieci anni erano risaliti al 3,2 per cento negli Stati Uniti, al 3,4 nell'area dell'euro, al 3,6 nel Regno Unito e all'1,4 in Giappone, riflettendo in parte l'attenuazione del fenomeno del *flight to safety* e, presumibilmente, l'aumento atteso dell'offerta di titoli pubblici in connessione con i programmi di sostegno al sistema finanziario e all'economia (cfr. il capitolo 2: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). All'indebolimento delle tensioni avrebbe concorso la proposta del Financial Accounting Standards Board, resa nota il 17 marzo scorso, di introdurre una serie di modifiche in senso meno restrittivo ai principi contabili relativi all'iscrizione in bilancio delle attività finanziarie al loro valore di mercato (*mark to market*); tali modifiche, successivamente approvate, diventeranno operative dalla metà del prossimo giugno. I mercati hanno accolto con favore anche la diffusione, il 23 marzo, dei dettagli del PPIP e le misure annunciate dal G20 in occasione del vertice del 2 aprile.

Figura 1.5



Fonte: Banca d'Italia e BCE.

(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda; i dati relativi a maggio 2009 si basano solamente sui primi 20 giorni del mese. – (2) Scala di destra. – (3) Scala di sinistra. – (4) Indici: gennaio 2007=100.

Sui mercati valutari, si è invertita la tendenza al deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro, sceso da un picco di 1,6 dollari alla metà di luglio 2008 fino a 1,37 dollari alla fine della seconda decade di maggio dell'anno in corso, cui corrisponde un apprezzamento di circa l'8 per cento rispetto al livello prevalente all'inizio del 2008 (fig. 1.5). Sempre dall'inizio del 2008, la valuta statunitense si è significativamente apprezzata anche nei confronti della sterlina (del 23 per cento). Tali andamenti

semberebbero da ricondurre al forte aumento della domanda di liquidità in dollari da parte degli operatori finanziari negli Stati Uniti e alla concomitante ricomposizione dei portafogli degli investitori internazionali verso attività considerate più sicure e liquide. Nei confronti dello yen il dollaro si è deprezzato del 15 per cento; il rafforzamento della valuta nipponica sarebbe il risultato di un'accelerazione della chiusura delle posizioni di carry trade in seguito al ridursi del differenziale di interesse sui fondi nelle altre principali valute e al marcato aumento della volatilità sui mercati. In termini effettivi nominali, il dollaro e lo yen si sono apprezzati dell'8 e del 22 per cento, rispettivamente; la sterlina si è deprezzata del 18 per cento; l'euro è rimasto sostanzialmente invariato.

### *I mercati finanziari nei paesi emergenti*

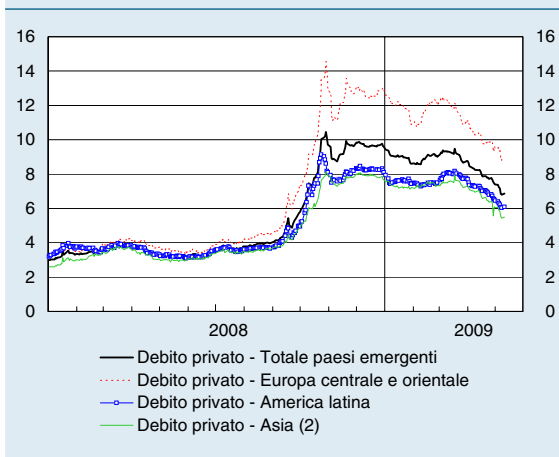
Le condizioni dei mercati finanziari nei paesi emergenti, pur risentendo delle turbolenze in atto dall'estate del 2007, erano rimaste relativamente distese nei primi otto mesi del 2008. Successivamente, tuttavia, il brusco aumento dell'avversione al rischio ha provocato una netta decelerazione dei flussi di credito internazionale. Il peggioramento delle prospettive di crescita, connesso con il rallentamento delle esportazioni e la caduta dei prezzi delle principali materie prime (cfr. il capitolo 3: *Il commercio internazionale e le bilance dei pagamenti*), si è riflesso in un calo degli indici azionari. Le crescenti difficoltà di accesso al finanziamento dall'estero si sono tradotte in un significativo ampliamento dei premi per il rischio di credito sul debito sovrano e su quello del settore privato, che hanno raggiunto livelli elevati nel confronto storico. Contestualmente i tassi di cambio, che fino alla metà dell'anno avevano continuato a rafforzarsi nei confronti del dollaro, hanno subito forti pressioni al ribasso, contrastate solo in parte dagli interventi effettuati dalle banche centrali.

*I premi per il rischio, misurati dai differenziali di rendimento tra i titoli a lungo termine denominati in dollari e quelli del Tesoro statunitense, hanno raggiunto i 9 punti percentuali per il debito sovrano; un ampliamento ancora più marcato, fino a superare i 10 punti, è stato registrato per il debito delle imprese (finanziarie e non), soprattutto di quelle dei paesi dell'Europa centrale e orientale (fig. 1.6). Il forte rallentamento dei flussi di capitali dall'estero ha accresciuto l'incertezza sulle capacità delle economie emergenti di rifinanziare lo stock di debito in valuta estera in scadenza nel 2009, la quota preponderante del quale è in capo alle imprese (finanziarie e non).*

*I corsi azionari hanno registrato un andamento non dissimile da quelli delle principali economie avanzate, riducendosi del 54 per cento nel complesso del 2008, con perdite ancora più significative nei paesi dell'Europa centrale e orientale. Nei primi mesi del 2009 le quotazioni si sono*

**Figura 1.6**

**Differenziale tra il rendimento delle obbligazioni societarie a lungo termine in dollari e quello dei titoli decennali del Tesoro statunitense (1)**  
(dati giornalieri; punti percentuali)

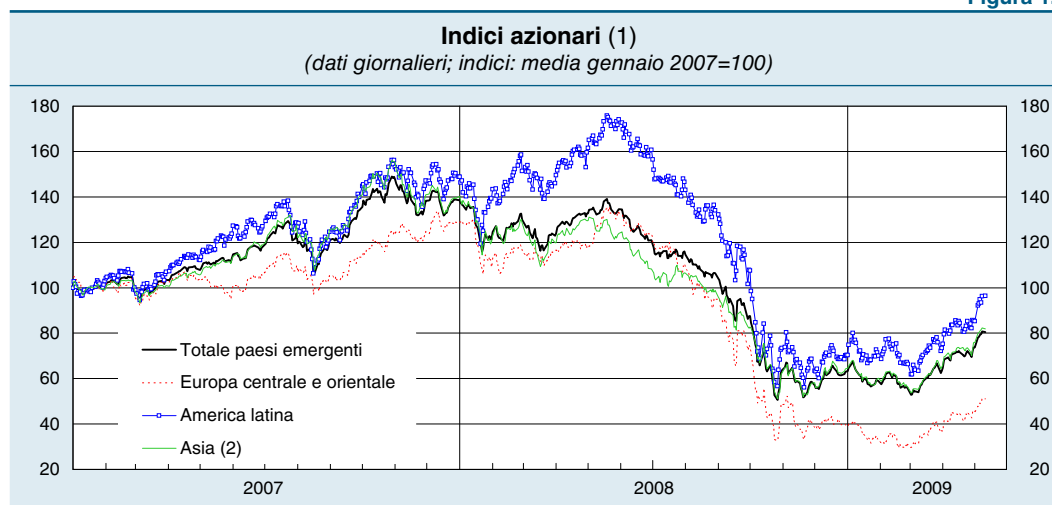


Fonte: JP Morgan Chase Bank.

(1) L'ultimo dato disponibile è del 20 maggio 2009. - (2) Escluso il Giappone.

rafforzate: alla fine della seconda decade di maggio, esse risultavano in media superiori del 33 per cento rispetto ai valori di fine 2008 (fig. 1.7).

Figura 1.7



Fonte: Morgan Stanley.

(1) L'ultimo dato disponibile è del 20 maggio 2009. – (2) Escluso il Giappone.

*Le pressioni al deprezzamento del cambio sono state particolarmente intense sulle valute dei paesi dell'America latina, che adottano regimi di cambio flessibili e sono esportatori di materie prime, e di quelli dell'Europa centrale e orientale, anche per la loro forte dipendenza dal finanziamento estero.*

I capitali internazionali, che avevano continuato ad affluire nelle principali aree emergenti per buona parte del 2008, anche se a ritmi inferiori a quelli osservati nel 2007, hanno subito da settembre una battuta d'arresto, con un elevato grado di sincronia fra aree. Mentre gli investimenti di portafoglio, dapprima azionari e poi obbligazionari, avevano iniziato a defluire già nei mesi precedenti, nell'ultimo trimestre dello scorso anno le crescenti difficoltà nel sistema bancario internazionale hanno avuto un brusco impatto sui flussi di credito.

*Secondo le più recenti stime dell'FMI (tav. 1.1), gli afflussi di capitali privati verso i paesi emergenti si sarebbero attestati nel 2008 a 754 miliardi di dollari, in drastica riduzione rispetto al massimo storico di 2.130 miliardi nel 2007. Il fenomeno si configura eccezionale nella prospettiva storica, sia per l'entità e rapidità dell'inversione di tendenza sia per il grado di sincronia con cui ha interessato tutte le principali aree emergenti.*

*In termini netti, i flussi di capitale si sarebbero attestati a 109 miliardi di dollari, rispetto ai 617 nel 2007: alla riduzione ha concorso il ritiro di capitali di portafoglio (-155 miliardi di dollari) e bancari (-195 miliardi di dollari), mentre gli afflussi netti di investimenti diretti (459 miliardi di dollari) sono addirittura aumentati rispetto all'anno precedente.*

Pur comuni al complesso delle economie emergenti, gli effetti negativi del prosciugarsi dei finanziamenti internazionali hanno avuto una intensità maggiore in quelle contrassegnate da ampi squilibri di parte corrente e da una elevata dipendenza dai flussi di capitali bancari, in primo luogo nell'Europa centrale e orientale. Negli ultimi quattro mesi del 2008 i premi sui CDS relativi al debito sovrano, una misura del costo richiesto per la copertura dal rischio di credito, sono nettamente aumentati nei paesi della regione. Il loro aumento, benché generalizzato, è stato tuttavia alquanto differenziato tra le diverse economie.

Tavola 1.1

Paesi emergenti e in via di sviluppo: flussi netti di capitale (1) (miliardi di dollari)						
VOCI	Media 1996-1997	1998	Media 1999-2002	Media 2003-2006	2007	2008
<b>Totale paesi emergenti</b>						
Capitali privati, netti (1)	205,3	61,6	64,7	201,5	617,5	109,3
<i>Afflussi</i>	443,5	77,4	200,1	810,4	2129,8	753,9
<i>Deflussi</i>	-230,9	-5,8	-136,6	-611,4	-1512,7	-645,0
Investimenti diretti, netti (1)	132,4	156,6	165,2	207,6	359,0	459,3
Investimenti di portafoglio, netti (1)	73,5	39,8	-19,8	-25,0	39,5	-155,2
Altri investimenti, netti (1) (2)	-0,6	-134,8	-80,8	18,9	219,2	-194,6
<b>Europa centrale e orientale</b>						
Capitali privati, netti (1)	21,8	25,9	24,5	80,9	173,6	147,1
<i>Afflussi</i>	23,9	28,3	31,3	109,5	217,2	155,5
<i>Deflussi</i>	-2,1	-2,4	-6,6	-28,7	-43,7	-8,5
Investimenti diretti, netti (1)	11,1	15,1	15,2	34,9	72,0	64,1
Investimenti di portafoglio, netti (1)	1,7	0,8	3,7	17,6	-7,4	-13,2
Altri investimenti, netti (1) (2)	9,0	10,1	5,6	28,4	108,9	96,2
<b>Comunità degli Stati Indipendenti (ex URSS)</b>						
Capitali privati, netti (1)	-3,9	-7,8	-4,7	26,8	127,2	-127,4
<i>Afflussi</i>	22,0	7,7	7,9	95,4	283,7	154,4
<i>Deflussi</i>	-25,8	-15,5	-13,2	-68,6	-156,5	-281,8
Investimenti diretti, netti (1)	5,4	5,6	4,3	12,7	26,6	44,4
Investimenti di portafoglio, netti (1)	3,1	0,4	-2,9	3,0	14,5	-36,8
Altri investimenti, netti (1) (2)	-12,4	-13,9	-6,0	11,1	86,1	-135,1
<b>Asia (3)</b>						
Capitali privati, netti (1)	89,2	-46,7	13,7	82,4	164,8	127,9
<i>Afflussi</i>	251,8	-102,2	61,6	380,1	931,4	326,9
<i>Deflussi</i>	-154,9	65,3	-60,8	-299,8	-767,0	-199,3
Investimenti diretti, netti (1)	56,5	58,4	59,9	82,5	138,5	222,6
Investimenti di portafoglio, netti (1)	19,6	8,9	-9,3	-23,0	11,2	-65,9
Altri investimenti, netti (1) (2)	13,2	-114,0	-37,0	22,9	15,2	-28,7
<b>America latina</b>						
Capitali privati, netti (1)	78,7	68,9	39,2	21,7	107,4	58,5
<i>Afflussi</i>	104,3	106,2	76,6	78,3	221,0	142,9
<i>Deflussi</i>	-25,6	-37,3	-31,5	-56,7	-113,6	-84,5
Investimenti diretti, netti (1)	48,3	62,2	64,5	42,6	85,8	84,3
Investimenti di portafoglio, netti (1)	39,4	28,8	-1,9	-3,9	42,3	-11,2
Altri investimenti, netti (1) (2)	-9,0	-22,1	-23,4	-17,1	-20,6	-14,7

Fonte: elaborazioni su dati FMI.  
(1) Saldo degli afflussi e dei deflussi di capitali verso e dall'area. - (2) Gli altri investimenti comprendono crediti bancari e commerciali, depositi in valuta, altre attività e passività. - (3) Include i paesi di recente industrializzazione.

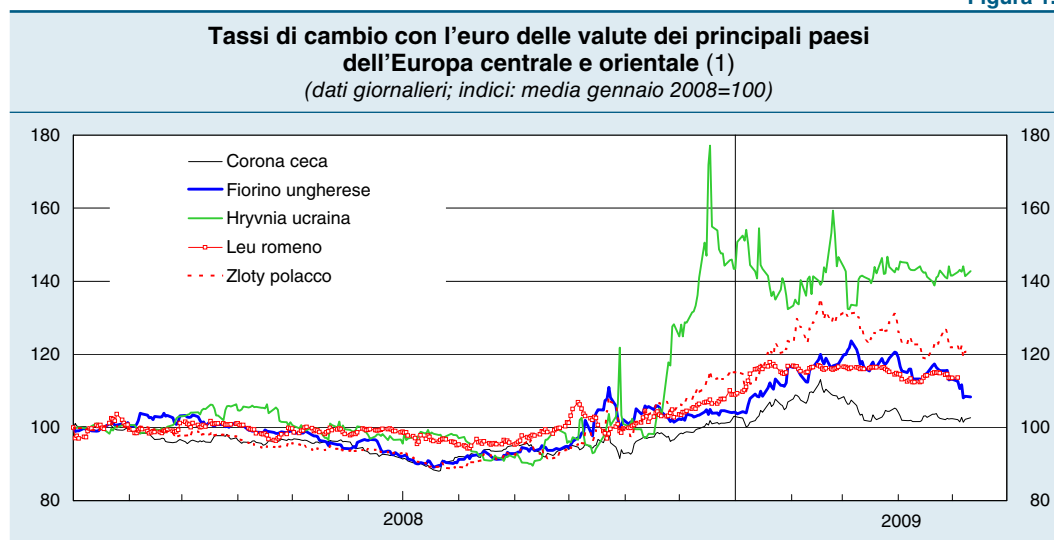
*L'aumento dei premi si è mantenuto relativamente contenuto in Polonia, Repubblica Ceca e Slovacchia, dove minori erano le necessità di finanziamento del deficit di parte corrente e del disavanzo pubblico, mentre è risultato particolarmente marcato in Ucraina, dove ha superato i 25 punti percentuali; l'incremento è stato significativo anche nei paesi baltici e in Romania, fra i 3,5 e i 5,5 punti percentuali.*

Le tensioni si sono temporaneamente attenuate alla fine di ottobre, in seguito all'intervento di sostegno deciso dalla comunità internazionale a favore dell'Ungheria (cfr. il capitolo 2: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*). Sono tornate ad accentuarsi all'inizio del 2009 e fino alla metà di marzo; successivamente, l'accoglienza positiva da parte dei mercati della richiesta di assistenza finanziaria avanzata dalla Romania, unitamente al reiterato impegno di nove grandi banche europee a

mantenere invariata la loro esposizione nei confronti di questo paese, ha contribuito a una riduzione dei premi sui CDS, che rimangono però nella generalità dei paesi della regione su livelli superiori a quelli prevalenti nella prima metà di settembre.

Le valute dei paesi con regime di cambio flessibile si sono fortemente deprezzate nella seconda metà del 2008: lo zloty polacco, in particolare, ha perso oltre il 20 per cento del suo valore nei confronti dell'euro; anche la corona ceca e il fiorino ungherese si sono nettamente indeboliti (fig. 1.8). Questa tendenza, proseguita nei primi mesi del 2009, si è successivamente arrestata seppure in un contesto di elevata volatilità.

Figura 1.8



Fonte: Thomson Reuters Datastream.

(1) Un aumento dell'indice segnala un deprezzamento. L'ultimo dato disponibile è del 20 maggio 2009.

La forte presenza nei paesi dell'Europa centrale e orientale di banche di proprietà di istituti residenti nei paesi dell'Europa occidentale ha contribuito a mitigare l'instabilità finanziaria nella regione: fino al quarto trimestre dello scorso anno questi paesi hanno registrato un calo dei flussi bancari inferiore a quello che ha colpito altre economie emergenti, come la Russia, in cui la componente di proprietà estera del sistema bancario è meno rilevante (tav. 1.1).