

## Degrado dell'economia: scenario a V o a L?

Da decenni la congiuntura mondiale non registrava un rallentamento di tale portata. Tutti i paesi dell'OCSE sono sprofondata in poco tempo in una severa recessione. In gennaio il volume degli scambi commerciali mondiali era regredito di oltre il 17% in un anno. Mentre il rallentamento concerneva nello scorso autunno soltanto alcuni settori, come i fornitori dell'industria automobilistica e dell'industria tessile, esso ha in seguito messo in crisi tutti i settori dell'esportazione. Come ha potuto la situazione degradarsi a tal punto?

La posizione di economie suisse

Il nostro proposito è quello di paragonare la situazione di un certo numero di paesi, al fine di cercare di identificare le conseguenze sull'economia reale per diversi gruppi di nazioni. Distinguiamo tre tipi di paesi: i paesi colpiti essi stessi da una crisi immobiliare, quelli molto attivi sui mercati finanziari internazionali e i paesi esportatori che hanno approfittato della domanda mondiale di consumo. La Svizzera deve prepararsi affinché i tassi di crescita restino bassi a medio termine, vale a dire per oltre due anni.

20 aprile 2009

Numero 10

# dossier politica



## Degrado dell'economia mondiale: scenario a V o a L ?

Storicamente siamo in presenza di una situazione eccezionale. Nello spazio di pochi mesi tutti i paesi dell'OCSE sono sprofondata in una severa recessione

Il punto di partenza del marasma economico attuale è l'evoluzione del mercato immobiliare degli Stati Uniti

La situazione che prevale attualmente sui mercati mondiali è preoccupante. Da decenni la congiuntura mondiale non registrava un raffreddamento di tale ampiezza. Nello spazio di pochi mesi soltanto, tutti i paesi dell'OCSE sono sprofondata in una severa recessione.

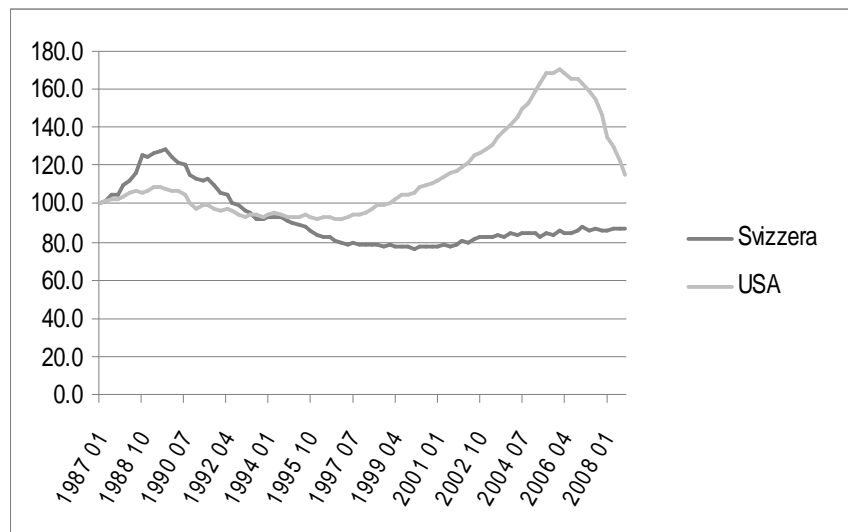
I pronostici per il 2009 e il 2010 vengono continuamente corretti al ribasso. Il FMI prevede per l'anno in corso un tasso di crescita mondiale medio di -0,5%. Soltanto alcune economie emergenti come la Cina e l'India manterranno cifre positive. Storicamente siamo in presenza di una situazione eccezionale. In gennaio il volume degli scambi commerciali mondiali era diminuito in un anno di oltre il 17%. Mentre ancora nell'autunno 2008 il forte rallentamento concerneva soltanto alcuni settori come i fornitori dell'industria automobilistica e del tessile, esso ha in seguito messo in crisi tutti i settori legati all'esportazione.

Come si è potuto giungere a tal punto? Il punto di partenza del marasma economico attuale è l'evoluzione del mercato immobiliare degli Stati Uniti. Dall'inizio di questo nuovo millennio, un certo numero di esperti economici e finanziari mettevano in guardia contro un surriscaldamento del mercato immobiliare americano. La crisi attuale offre sorprendenti paralleli con precedenti bolle speculative nei settori immobiliare e bancario. Forti aumenti di prezzo nel settore economico considerato, enormi importazioni di capitali, progressione massiccia del debito pubblico, balzo del disavanzo della bilancia dei pagamenti, diminuzione della crescita economica in termini reali: tutti questi fenomeni osservati uno o due anni prima della crisi sono dei segnali di surriscaldamento che inequivocabili.<sup>1</sup>

Retrospectivamente, si costata che negli Stati Uniti l'insieme degli indicatori annunciavano chiaramente la catastrofe. Il grafico seguente paragona l'evoluzione dei prezzi medi delle case familiari oltre Atlantico a quelle dei prezzi corrispondenti in Svizzera dopo il 1987. A partire dal 2000 i prezzi sono fortemente aumentati negli Stati Uniti, delineando una curva particolarmente brusca negli anni 2004 e 2005. A partire dal 2006 essi hanno cominciato a scendere, prima leggermente, poi bruscamente, fino al crollo. La bolla immobiliare stava per scoppiare.

In Svizzera, i prezzi del settore immobiliare sono aumentati solo leggermente dopo il 2000, mentre negli Stati Uniti i prezzi sono saliti vertiginosamente per poi crollare nel 2006.

Grafico 1: Evoluzione dei prezzi dell'immobiliare in valore reale negli USA e in Svizzera



Fonte: Wüest&Partner, S&P Case-Shiller, Ufficio federale di statistica, Bureau of Labor Statistics, cifre trimestrali

<sup>1</sup> Reinhart, Carmen und Kenneth Rogoff, 2009, The Aftermath of Financial Crises, NBER Working Paper No. 14656, Gennaio 2009

Il grande problema delle bolle speculative è che esse vengono disinnescate soltanto nel momento in cui esplodono

Il grande problema delle bolle speculative, perfino quelle identificate, è che in generale si può essere veramente certi che esse vengono disinnescate soltanto nel momento in cui esplodono. Quando i prezzi di un bene progrediscono maggiormente che in passato su un periodo prolungato, questo sorpasso è razionalizzato dagli analisti. Lo si spiega attraverso guadagni della produttività o progressi tecnologici, o ancora per il fatto che esso dimostra che i tempi cambiano. Le spiegazioni di questo tipo hanno così accompagnato i forti aumenti dei prezzi delle case individuali sul mercato americano. Secondo i loro autori, il boom americano dell'immobiliare non era affatto una bolla speculativa, bensì proveniva da varie innovazioni finanziarie e da un potente afflusso di capitali in provenienza dalle economie emergenti asiatiche e dei paesi legati al petrolio. Inoltre, i flussi internazionali dei capitali e dei crediti permettevano di ridurre al minimo i rischi (di panne) del sistema. La scarsa volatilità osservata sui mercati finanziari sembrava del resto confermare questa tesi. Anche il sorprendente deficit della bilancia americana dei pagamenti che, ai suoi esordi, corrispondeva all'incirca ai due terzi della bilancia dei pagamenti eccedentaria del mondo intero, veniva giustificato dalla flessibilità economica, dal boom tecnologico e dalla capacità d'innovazione degli Stati Uniti.

L'aumento dei tassi di interesse ha fatto aumentare il numero di mancati rimborsi dei prestiti ipotecari a partire dal 2006. Inoltre, i nuovi prodotti strutturati sono apparsi fortemente opachi

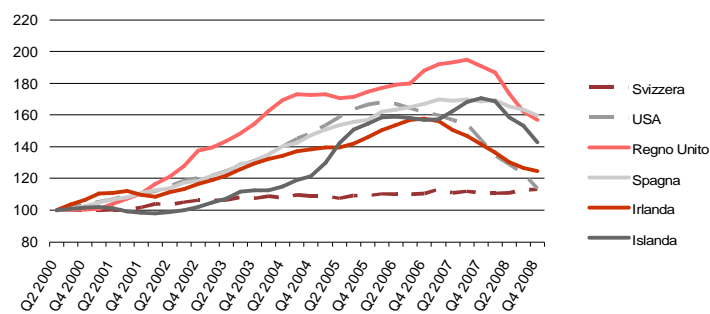
Dal 2004 la banca centrale americana ha aumentato a più riprese i tassi d'interesse. Di conseguenza il numero dei mancati rimborsi dei prestiti ipotecari è rapidamente aumentato a partire dal 2006, i premi di rischio hanno preso il volo e le banche e gli istituti finanziari interessati hanno dovuto rimborsare enormi somme per ammortizzare i crediti e i corrispondenti derivati. Inoltre, i nuovi prodotti strutturati posti sul mercato da parte degli specialisti finanziari sono apparsi fortemente opachi. Pertanto, non soltanto i prezzi degli oggetti immobiliari sono rapidamente crollati, ma si è instaurata una mancanza di fiducia molto preoccupante tra le banche, poiché non era più possibile sapere chi doveva sopportare le perdite che si stavano accumulando. La crisi bancaria si è così aggravata fino al fallimento della Lehmann Brothers nel mese di settembre 2008, per tradursi in seguito in una crisi generale dei mercati finanziari.

Vari paesi erano contemporaneamente alle prese con una bolla immobiliare

Al di fuori degli Stati Uniti, tuttavia, diversi paesi avevano pure degli indicatori che segnalavano chiaramente che una bolla speculativa si stava formando sul loro mercato immobiliare, mercato che aveva seguito un'evoluzione analoga a quella degli Stati Uniti di questi ultimi anni. Il grafico 2 offre un confronto paese per paese del mercato dei prezzi delle case individuali. Mentre questi prezzi non si sono mossi in Germania e sono solo debolmente aumentati in Svizzera, essi sono ad esempio esplosi in Gran Bretagna, in Francia o in Spagna.

Oltre agli Stati Uniti, sono state identificate bolle speculative anche sui mercati immobiliari britannico, spagnolo, irlandese e islandese. Tuttavia, il rallentamento dell'attività economica è sopraggiunto con una regressione rispetto agli Stati Uniti. Contrariamente al mercato americano, il consolidamento del mercato immobiliare non sembra concluso in Europa.

Grafico 2: Evoluzione dei prezzi dell'immobiliare in valore reale



Fonte: Wüest&Partner, S&P Case-Shiller, Ufficio federale di statistica, Bureau of Labor Statistics, cifre trimestrali, Halifax House Price Index (UK), ES House Price Index, ESRI & PERMANENT TSB Avg. House Prices (IR), IC House Price Index

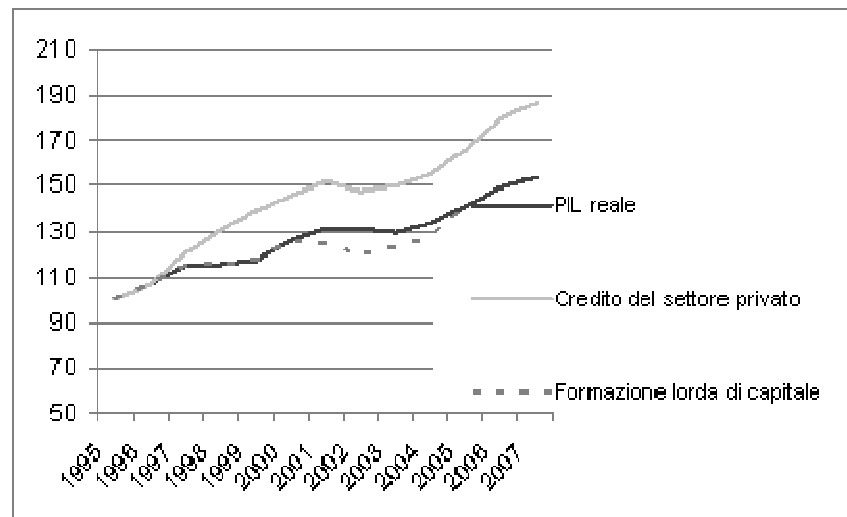
Flusso crescente dei crediti a livello mondiale

Nel corso di questi ultimi anni la massa dei crediti concessi nel mondo è aumentata più della creazione di valore

Il principale fattore di formazione delle bolle finanziarie è l'aumento della massa dei crediti concessi nel mondo, essa stessa favorita dalla diminuzione del livello dei tassi d'interesse e dalla forte liquidità che ne deriva. Il volume dei crediti non è semplicemente progredito in ogni paese in maniera sproporzionata rispetto al PIL nazionale. Esso ha pure superato la creazione di valore a livello planetario. Mentre la formazione di capitale lordo nel mondo – vale a dire il valore del capitale fisico: ponti, ferrovie, macchinari, officine, ecc. – è evoluta all'incirca allo stesso ritmo del PIL mondiale, la linea della progressione dei crediti si è allontanata da quella del PIL a partire dal 1995. Se in quell'anno il volume dei crediti era superiore del 13% al PIL, i crediti destinati al settore privato superavano questo PIL del 37% nel 2007! Il mondo si è dunque indebitato sempre più negli scorsi anni. Rammentiamo che la concessione di crediti era fortemente progredita fino allo scoppio della bolla informatica, per regredire in seguito e rimettersi a crescere vigorosamente dopo il 2002.

A partire dal 1995 la linea di progressione dei crediti si è allontanata da quella del PIL.

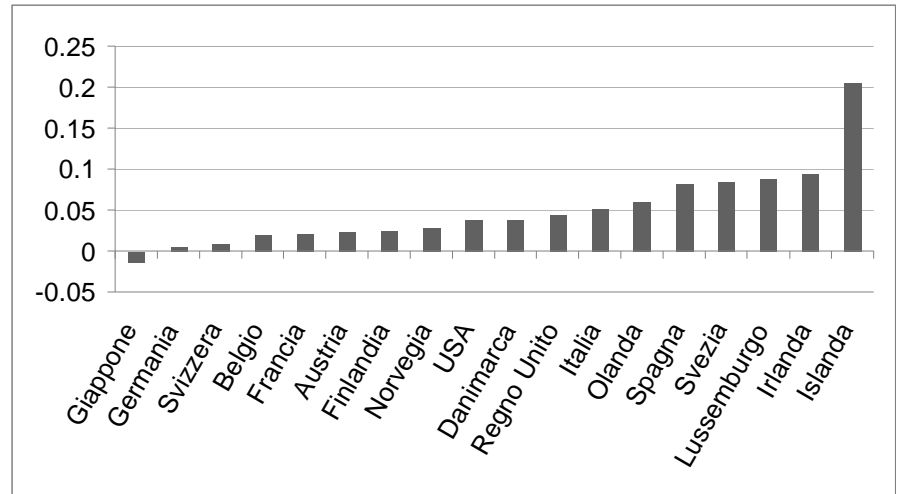
Gráfico 3 a: Evoluzione dei crediti sul mercato domestico  
Evoluzione mondiale a partire dal 1995



Fonte: Banca mondiale e OCSE

Paesi come l'Islanda o l'Irlanda hanno registrato negli scorsi anni un vero boom dei crediti

Gráfico 3 b: Evoluzione dei crediti sul mercato domestico  
Crescita media a partire dal 1995



Fonte: Banca mondiale e OCSE

L'aumento dei volumi di credito è certamente un fenomeno mondiale, ma si costatano differenze considerevoli da un paese all'altro. Il gráfico 3b indica la crescita dei crediti interni dei vari paesi, rapportata a quella dei loro rispettivi PIL. Una crescita nulla significa che i crediti interni rapportati al PIL sono rimasti costanti. Per la quasi-totalità dei paesi qui rappresentati, i crediti interni sono aumentati più che proporzionalmente rispetto al PIL. La sola eccezione è il Giappone che ha registrato dal 1995 una crescita negativa. Un altro esempio sorprendente a tal proposito è l'Islanda: questo paese ha registrato una crescita annua media dei crediti interni di oltre il 20%. Dal 1995 il loro volume si è moltiplicato per sei. Ma sono gli Stati Uniti ad aver notato un'evoluzione particolarmente significativa per l'economia mondiale. Alcuni istituti di credito sono stati invitati, per ragioni politiche, a finanziare precisamente le famiglie con redditi modesti. Questa volontà politica si manifesta dal 1995 mediante un aumento dei crediti sul mercato immobiliare. Anche dopo la metà degli anni novanta una moltitudine di strumenti derivati con effetto di leva (Leverage) hanno fatto la loro comparsa sul mercato, ciò che ha facilitato l'accesso al capitale.<sup>2</sup>

#### Globalizzazione e commercio mondiale

Molti paesi rivolti verso l'esportazione hanno approfittato dell'aumento del consumo mondiale

Sono stati contratti dei crediti supplementari, in particolare negli Stati Uniti, non solo a scopi d'investimento, bensì anche di consumo. Numerosi cittadini si sono sovraindebitati. Il tasso di risparmio delle famiglie è diminuito e il consumo è progredito, ma anche la sua quota sul PIL. Le economie nazionali, fortemente collegate tra loro, hanno partecipato alla costituzione di bolle speculative all'estero e ne hanno approfittato, sotto forma di un aumento delle esportazioni o del volume dei crediti concessi. La domanda estera eccessiva ha indotto le economie a trasferire, nel mondo intero, le loro attività in questi settori a forte creazione di valore a breve termine. Se la crisi attuale riveste un carattere mondiale e colpisce la quasi-totalità delle nazioni, tutte le economie hanno partecipato negli scorsi anni alla costituzione della bolla speculativa; esse lo hanno fatto in maniere differenti, ciascuno secondo il proprio orientamento. La globalizzazione finanziaria e quella dell'economia reale presentano un vantaggio essenziale: quello di trasferire il capitale, ma anche i beni e i servizi, nei settori e nelle economie che remunerano meglio questi valori. Ma questa evoluzione comporta il rischio che i prezzi più elevati siano precisamente offerti laddove si forma una

<sup>2</sup> Le CDS sono state create nel 1997, le CDOs hanno registrato un boom nel 2001 con il "Modello di copula".

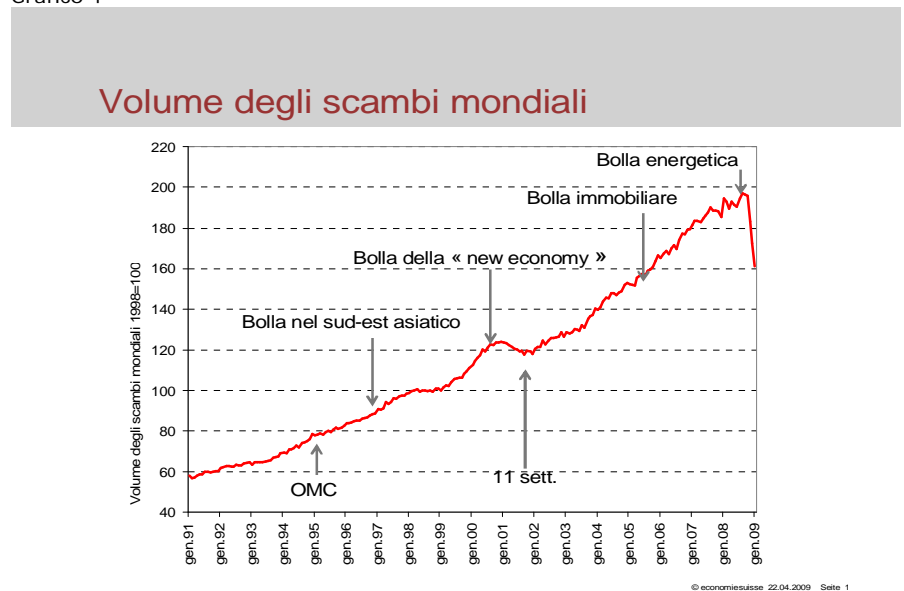
bolla speculativa. Alla ricerca di rendimenti superiori, le "liquidità vagabonde" rafforzano la bolla e aumentano le importazioni di beni e di servizi<sup>3</sup>.

A partire dal 2002 il volume degli scambi mondiali è fortemente aumentato

Il grafico seguente mostra l'evoluzione del volume del commercio mondiale dopo il 1991. Dalla creazione dell'OMC nel 1995, esso ha registrato un'espansione massiccia. Il livello delle esportazioni e delle importazioni reali è stato influenzato positivamente dalla formazione di bolle: dopo l'esplosione di ogni bolla, il volume del commercio mondiale si è leggermente ridotto per riprendere ancora con la costituzione di una nuova bolla. La crescita esponenziale del commercio mondiale a partire dal 2002 è particolarmente impressionante. Nel gennaio 2009 il commercio ha registrato una brusca caduta. La crescita e il calo del volume del commercio mondiale richiamano fortemente l'evoluzione di una bolla. Assiamo attualmente allo scoppio di una bolla dell'economia mondiale?

Diversi avvenimenti mondiali hanno influenzato l'evoluzione del commercio mondiale. Il netto calo del commercio mondiale pone in evidenza l'ampiezza del rallentamento.

Grafico 4



Fonte: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

#### I fattori di recessione nei vari paesi

La crescita sproporzionata registrata dalle economie a seguito dell'attribuzione di crediti supplementari nel mondo necessita di correzioni ugualmente sproporzionate

Come risulta dalle considerazioni sopra esposte, le cause della crisi attuale risalgono agli anni novanta. L'evoluzione dei mercati immobiliari e finanziari non è stata priva di conseguenze sulle strutture economiche, che si sono modificate parecchio in numerosi paesi dopo il 1995. Dopo l'esplosione della bolla questi paesi sono ora particolarmente esposti: come bisognava attendersi, la crescita sproporzionata registrata dalle economie a seguito dell'attribuzione di crediti supplementari nel mondo necessita di correzioni ugualmente sproporzionate. Così, i fattori di crescita diventano dei fattori di recessione.

Secondo l'orientamento economico si possono ripartire i paesi in tre gruppi differenti

Secondo l'orientamento dell'economia e la partecipazione alla bolla immobiliare degli Stati Uniti, si possono distinguere tre gruppi differenti: il primo comprende i paesi che sono colpiti da una crisi immobiliare. Essi sono in un certo modo l'epicentro della crisi. Il secondo gruppo è costituito dai paesi fortemente impegnati sui mercati finanziari internazionali e nella concessione di crediti a livello mondiale e che lo sono sempre; il terzo gruppo è forma-

<sup>3</sup> Schnabl, Gunther und Andreas Hoffmann, 2007, Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets, MPRA Paper 4019

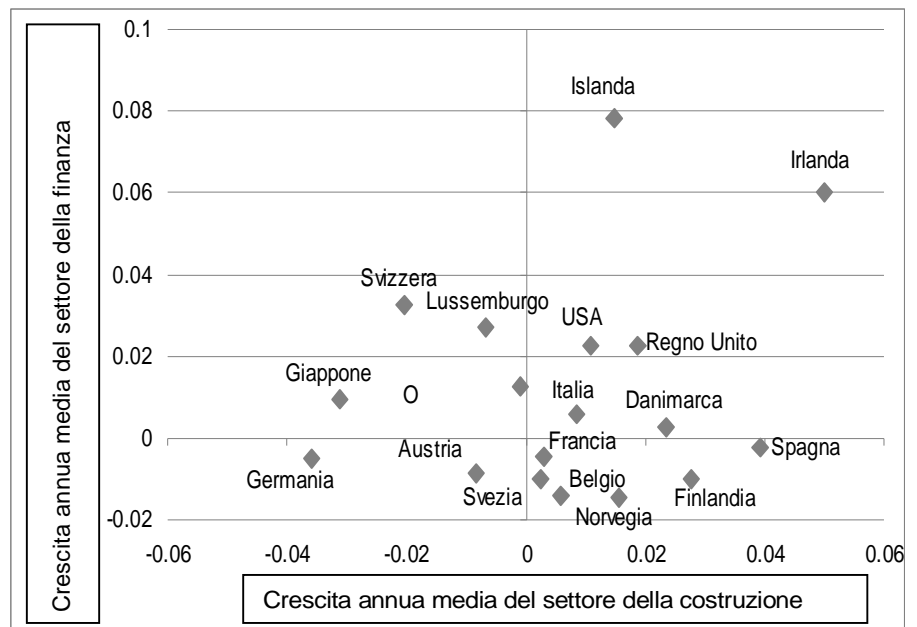
Le attività economiche sono evolute in maniera diversa

to dai paesi esportatori. Essi hanno beneficiato negli scorsi anni di una domanda proveniente dall'estero, la quale è cresciuta a livello mondiale<sup>4</sup>.

Le attività economiche sono evolute in maniera diversa nei tre gruppi e si sono pure registrati diversi gradi di concentrazione. I paesi del primo gruppo si sono fortemente esposti nei settori dell'immobiliare e della costruzione. Quelli del secondo gruppo hanno sviluppato in maniera massiccia negli scorsi anni il loro settore finanziario. Il grafico successivo presenta per questi paesi un confronto della crescita annuale media in questi due rami rispetto al prodotto interno lordo. I paesi situati al centro dell'immagine con tassi di crescita nulli nei due settori sono quelli in cui la crescita dei due settori si è realizzata in armonia con quella dell'insieme dell'economia.

L'Islanda, l'Irlanda, gli Stati Uniti e la Gran Bretagna erano molto attivi nella finanza e nella costruzione. Il settore spagnolo della costruzione ha registrato una rapida crescita.

Grafico 5: Evoluzione annuale media nella finanza e nel settore della costruzione a partire dal 1995



Fonte: OCSE. Evoluzione a partire dal 1995

Una crescita superiore alla media necessita di correzioni severe

L'Irlanda, attualmente uno dei paesi più colpiti, ha registrato nei due settori una crescita enorme. Così, il miracolo economico irlandese trae le proprie origini da una crescita esagerata dell'industria finanziaria e di quella della costruzione. Anche in Islanda il settore bancario e le attività legate alla costruzione rappresentavano una parte molto importante della crescita del PIL. La Spagna ha registrato una rapida crescita nel settore della costruzione, ma tuttavia inferiore alla media nel settore finanziario. E' forse questa una delle ragioni per le quali il settore bancario spagnolo è stato relativamente meno colpito dalla crisi. Gli Stati Uniti e la Gran Bretagna hanno pure registrato una crescita superiore alla media sia nel settore della costruzione, sia in quello della finanza, anche se questa tendenza era molto meno evidente rispetto all'Islanda o all'Irlanda. Se i paesi anglosassoni hanno registrato una crescita pronunciata nei due settori, paesi come la Svizzera o il Lussemburgo hanno certamente sviluppato di parecchio la quota del loro settore finanziario sul PIL a partire dal 1995, ma hanno al contrario ridotto la quota delle loro attività in materia di costruzione. Si può affermare che le bolle immobiliari hanno modificato parecchio la struttura economica di

<sup>4</sup> Infine, si può aggiungere un quarto gruppo, quello dei mercati emergenti che hanno potuto investire grazie all'offerta sovrabbondante di capitale.

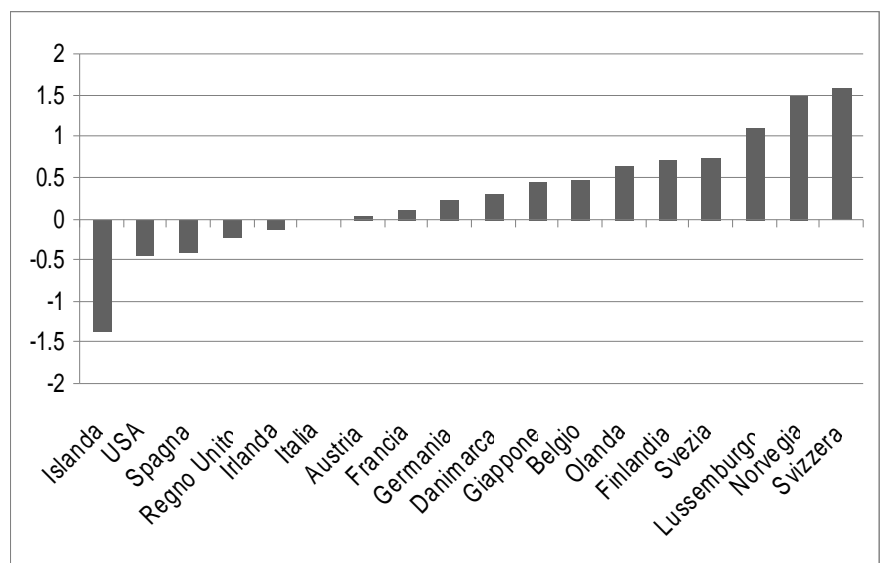


diversi paesi. Coloro che hanno registrato una crescita superiore alla media nei due settori saranno maggiormente esposti nei prossimi mesi a severe correzioni.

La bolla immobiliare ha pure modificato un po' ovunque nel mondo l'evoluzione delle bilance correnti delle economie. Nei paesi direttamente colpiti da una bolla immobiliare, la quota delle importazioni è progredita più rapidamente della creazione di valore delle economie. L'Islanda, gli Stati Uniti, la Spagna, il Regno Unito e l'Irlanda hanno importato molti più beni e servizi di quanti ne abbiano esportati.

Il disavanzo della bilancia delle operazioni correnti si è sensibilmente aggravato negli scorsi anni in paesi come l'Islanda, gli Stati Uniti o la Spagna.

Grafico 6: Evoluzione annuale media della bilancia delle operazioni correnti<sup>5</sup> a partire dal 1995



Fonte: OCSE. Evoluzione a partire dal 1995

Coloro che hanno approfittato del boom del commercio mondiale sono sempre più sotto pressione

La Svizzera, la Norvegia e il Lussemburgo hanno approfittato parecchio della domanda mondiale<sup>6</sup>. Le loro esportazioni sono progredite molto più fortemente delle loro importazioni, da qui una forte progressione della bilancia delle transazioni correnti di questi paesi a partire dal 1995. Di conseguenza, essi sono particolarmente esposti alla caduta della domanda innescata dalla crisi dei mercati finanziari.

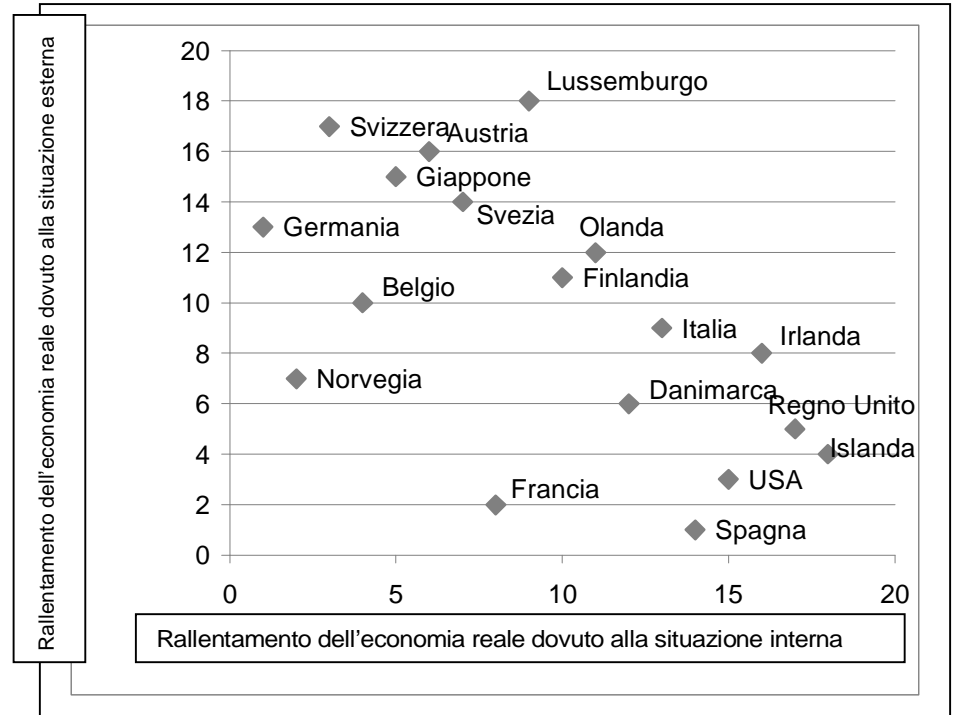
Secondo i paesi sia l'economia interna, sia l'economia estera sono state all'origine della recessione. Il grafico 7 indica il grado d'impatto della crisi, in funzione dell'origine interna ed esterna. Il gruppo di paesi colpiti dalla bolla immobiliare soffre ovunque delle conseguenze della crisi di origine interna. La Spagna, gli Stati Uniti, l'Islanda, la Gran Bretagna e l'Irlanda sono stati coinvolti dalla crisi economica attuale a partire dall'evoluzione dell'industria finanziaria e di quella della costruzione. Questi paesi si caratterizzano pure per il fatto che sono molto meno colpiti dal rallentamento all'estero (attraverso le esportazioni). I paesi esportatori (e in parte le piazze finanziarie) sono per contro precipitati nella crisi internazionale. Paesi come la Svizzera, il Lussemburgo, l'Austria, la Svezia e la Germania sono confrontati ad un forte calo delle loro esportazioni. Per la Germania e la Svizzera le cause sono soprattutto esterne.

<sup>5</sup> Contrariamente ad altri paesi, la BNS utilizza il termine di bilancia delle transazioni correnti. Un risultato negativo significa che le importazioni sono aumentate maggiormente delle esportazioni. Nel caso della Svizzera le importanti eccedenze della bilancia delle operazioni correnti si spiegano in gran parte con i redditi dei capitali e i servizi finanziari delle banche. Le nostre esportazioni sono aumentate maggiormente delle importazioni.

<sup>6</sup> E' difficile paragonare la Norvegia agli altri paesi, poiché essa registra forti eccedenze della sua bilancia corrente, principalmente a seguito delle sue esportazioni di petrolio.

Il grafico 7 mostra le fonti della crisi. Questo risultato è ottenuto grazie al consolidamento di una moltitudine di variabili ed indica i tassi di crescita rapportati al PIL a partire dal 1995. E' stata stabilita una distinzione tra i fattori interni (settore della costruzione, consumo, ecc.) ed esterni (bilancia delle operazioni correnti, esportazioni, concessioni di crediti, ecc.). Questi fattori sono stati valutati per ogni paese. Il grafico illustra il risultato consolidato di tutte le variabili.

Grafico 7: Da dove proviene la crisi? Grado d'impatto sui paesi secondo l'origine interna ed esterna



Fonte: OCSE. Evoluzione a partire dal 1995.

Economia mondiale, quo vadis?

Vari elementi parlano a favore di un rapido miglioramento dell'economia

La questione essenziale è la seguente: quanto tempo durerà la recessione e quale sarà il suo grado di gravità? Oggi la maggior parte degli osservatori si attendono per il prossimo anno un miglioramento dell'economia mondiale. Di fronte a questa previsione un certo scetticismo è tuttavia d'obbligo.

Esistono due possibili scenari per l'evoluzione futura

Esistono due possibili scenari di evoluzione dell'economia mondiale per i prossimi anni. Il primo prevede una caduta vertiginosa della creazione di valore fino ad un livello minimo; una volta raggiunto questo punto, l'economia migliora rapidamente. La recessione viene recuperata in breve tempo con una nuova rapida crescita. L'evoluzione del PIL avrebbe così una forma a V. Se dovesse avverarsi questo modello, la crisi sarebbe superata nel 2010. Nel secondo scenario l'evoluzione è pure rapidamente negativa, ma rimane a lungo ad un livello basso, prima che si manifesti una ripresa moderata. In questo caso, la ripresa si verifichebbe al più presto e in maniera moderata soltanto nel 2012. Una fase più lunga di stagnazione è pure possibile. L'evoluzione assumerebbe allora la forma di una L. Quale dei due scenari è più probabile?

La crisi attuale presenta similitudini sorprendenti con le crisi precedenti

La crisi immobiliare ha assunto nel settembre 2008 andamenti di crisi bancaria e finanziaria sistemica. La storia ce lo mostra: le conseguenze di tale crisi sull'economia reale sono gravi. Reinhart e Rogoff (2008) ne hanno analizzato le conseguenze sulle economie dei paesi sviluppati in maniera empirica: a seguito dello scoppio di una bolla i prezzi reali delle case diminuiscono in media durante sei anni. La diminuzione media dei prezzi reali delle case raggiunge allora il 35,5%. I prezzi delle azioni continuano a cadere, ma per la durata di circa tre anni e mezzo, ossia un po' meno a lungo dei prezzi delle case. Il calo dei prezzi sui

mercati immobiliari e delle azioni comporta costi economici elevati: il PIL reale regredisce di quasi il 10% nei primi due anni che seguono la crisi e il tasso di disoccupazione aumenta del 7% per cinque anni. Questi costi economici hanno pure forti ripercussioni sull'indebitamento delle collettività pubbliche. Nei paesi che hanno conosciuto una crisi dei mercati finanziari, i debiti (reali) dello Stato sono progrediti dell'86% nei tre anni che hanno seguito la crisi.

Le crisi finanziarie presentano uno schema che si riconosce pure nella crisi attuale.

Tabella 1: Le conseguenze economiche della crisi finanziaria

	Variazione media	Durata media
Prezzo reale nel settore immobiliare	-35.5 %	6 anni
Prezzo reale delle azioni	-55.9 %	3.4 anni
PIL reale	-9.3 %	1.9 anni
Disoccupazione	7.0 punti percentuali	4.8 anni
Indebitamento dello Stato nei tre anni successivi alla crisi	86.3 %	

Fonte: Reinhart e Rogoff (2008)<sup>7</sup>

Si deve ora partire dal presupposto che le conseguenze della crisi dei mercati finanziari negli Stati Uniti sono comparabili a quelle delle crisi precedenti? Ammettendo che la recessione duri per circa due anni come la media delle crisi precedenti, essa si concluderebbe nell'autunno 2010<sup>8</sup>. Tenuto conto di un certo rallentamento tra i due continenti, la ripresa potrebbe avvenire in Europa nel 2011.

Il consumo americano, il motore di questa economia, è in avaria

Rispetto alle crisi bancarie e finanziarie precedenti, due fattori aggravano la situazione. Da una parte, colpendo gli Stati Uniti, la crisi colpisce l'economia che è di gran lunga la più importante del mondo e, dall'altra parte, numerosi paesi importanti sul piano economico sono pure direttamente coinvolti. Anche se l'importanza del mercato americano per il commercio internazionale è leggermente regredita negli scorsi anni, gli Stati Uniti, che rappresentano una quota del 20% delle importazioni mondiali, rimangono la locomotiva congiunturale del pianeta. Sebbene l'economia mondiale si sia diversificata negli scorsi anni, la crescita economica nei paesi emergenti come la Cina, la Russia o l'India non si è dissociata da quella dei paesi industrializzati.

Scenario a V o a L negli Stati Uniti? L'economia americana senza alcun dubbio è quella meglio in grado di adeguarsi nel mondo, ciò che parla a favore di un'evoluzione a V. Inoltre, i massicci programmi d'impulso statali adottati apportano una boccata d'ossigeno all'economia. Se le economie domestiche private si sono fortemente indebitate negli scorsi anni, lo Stato appare ora come un richiedente che si finanzia esso stesso tramite l'indebitamento. Sembra che il governo americano si sforzi oggi di correggere il manifesto disequilibrio creatosi negli scorsi anni. In caso di aumento immediato della domanda, potremmo far fronte a problemi di capacità a breve termine in ragione della diminuzione degli stock, ciò che provocherebbe un aumento dei prezzi. L'enorme espansione delle liquidità e la politica dei tassi d'interesse nulli costituiscono altri argomenti a favore dello scenario a V. Sono tutti elementi costitutivi della prossima bolla. Un'evoluzione a V si baserebbe sugli stessi pilastri dell'ultima fase di alta congiuntura: aumento dell'indebitamento ed evoluzione disequilibrata di alcuni mercati. La ripresa permetterebbe agli Stati Uniti e al mondo di respirare un poco e il necessario adeguamento strutturale sarebbe rinviato ad un periodo più lontano. Ma l'evoluzione a V comporta il rischio di un nuovo deterioramento ancora più forte in futuro.

<sup>7</sup> Reinhart, Carmen M. und Kenneth Rogoff, 2008, Banking Crises: An Equal Opportunity Menace, NBER WP 14587. Reinhart, Carmen M. und Kenneth Rogoff, 2008, The Aftermath of Financial Crises, Paper prepared for the American Economic Association Meetings in San Francisco, January 3, 2009.

<sup>8</sup> Se ci si basa sulla definizione del National Bureau of Economic Research (NBER), secondo la quale la recessione è iniziata nel dicembre 2007 negli Stati Uniti, la ripresa dovrebbe aver luogo un anno prima.

Alcuni argomenti parlano tuttavia contro un rapido "Rebound" negli USA

Alcuni argomenti parlano tuttavia contro un rapido "Rebound" negli USA: risolvere i problemi strutturali americani, ossia stabilizzare il settore bancario, apportare le necessarie correzioni ai mercati immobiliari, aumentare il tasso di risparmio delle economie domestiche private, ridurre il disavanzo della bilancia corrente e il tasso di consumo, tutto questo lavoro ha un costo economico elevato. Il forte aumento dell'indebitamento dello Stato riduce il margine di manovra di cui dispone per intervenire. Può succedere che si vada nella direzione di un periodo di tassi di crescita negativi o bassi relativamente lungo. Ma se è possibile risolvere i problemi strutturali, ci si può attendere, vista la capacità di adattamento dell'economia americana, una crescita durevole. Invece di formare una L, l'economia americana seguirebbe allora piuttosto un'evoluzione a U.

Le conseguenze sull'economia reale rischiano di essere durevoli

Numerosi elementi danno da pensare che bisognerà ancora attendere per parecchio tempo un forte impulso della crescita in provenienza dagli Stati Uniti. I vecchi fattori di crescita che erano l'industria della costruzione, la finanza e il consumo privato sono divenuti fattori di recessione. La dimensione globale della crisi lascia augurare conseguenze più durevoli sull'economia reale che non si potevano attendere nella media storica delle crisi. Nella fase di recessione attuale, i disequilibri che si sono formati da anni stanno per riassorbirsi a grande velocità. Dopo la crisi immobiliare e quella delle finanze, siamo oggi confrontati con una crisi economica mondiale.

#### Le tesi in sintesi

Nel corso di questi ultimi anni alcuni settori hanno ampiamente approfittato degli eccessi commessi sui mercati immobiliari e i mercati finanziari. La crescita sproporzionata di questi settori ha alimentato la crescita dell'insieme dell'economia, ma questi effetti sono stati variabili secondo i paesi. I fattori di crescita del passato diventano i fattori di recessione attuali. L'analisi che precede permette di valutare le seguenti tesi:

- L'industria finanziaria va incontro ad importanti correzioni. Il crollo attuale della creazione di valore nel settore finanziario riveste in buona parte un carattere permanente. Soprattutto i paesi nei quali la crescita dell'industria finanziaria rappresenta normalmente una forte quota del PIL, quali la Svizzera, l'Irlanda, il Lussemburgo o gli Stati Uniti, risentono più duramente la perdita di impieghi.
- L'eliminazione delle sovraccapacità nell'economia a forte intensità di manodopera come il settore della costruzione, crea una forte progressione della disoccupazione nei paesi in cui il settore immobiliare è importante. La Spagna e l'Irlanda sono in proposito particolarmente colpite.
- Il calo del consumo sarà più forte nei paesi che hanno fatto progredire il consumo attraverso il credito. Oltre agli Stati Uniti e alla Gran Bretagna, ciò concerne pure la Spagna e taluni paesi dell'Europa dell'Est.
- Lo scoppio della bolla dell'economia mondiale colpirà in misura maggiore quei paesi in cui l'eccedenza della bilancia dei pagamenti è nettamente progredita nel corso degli ultimi anni.
- Come per il passato, il momento della ripresa mondiale dipenderà dall'evoluzione negli Stati Uniti. I fattori di crescita che erano l'industria della costruzione e quella della finanza, nonché il consumo privato, pesano sulla congiuntura. Non bisogna dunque attendersi una ripresa rapida e durevole negli Stati Uniti, bensì un periodo abbastanza lungo di risanamento strutturale. Tuttavia, alcuni fuochi di paglia provocati da impulsi congiunturali, la diminuzione degli stock e il grado importante di liquidità non sono da escludere.
- I fattori di recessione colpiranno pure i settori situati a monte e a valle dei settori colpiti e la crescita della disoccupazione peserà sul consumo in maniera generale. Questa evoluzione ridurrà a sua volta le esportazioni mondiali. L'economia svizze-

ra d'esportazione non può dunque attendersi un miglioramento rapido e durevole dei mercati mondiali e di conseguenza non può più mirare ad una ripresa durevole delle esportazioni ad un livello corrispondente a quello che ha preceduto la crisi.

- A causa delle reazioni a catena, la crisi economica mondiale attuale durerà più a lungo di quanto non prevedano numerosi esperti. La correzione economica non sarà conclusa nei pochi mesi successivi allo scoppio della bolla. In mancanza di innovazioni o di progressi tecnologici, saranno necessari degli anni per ritrovare un certo consolidamento, fintanto che le economie raggiungeranno nuovamente un equilibrio e una crescita durevole. Invece di un'evoluzione a V o a L, numerosi elementi propendono a favore di una curva a U.
- La Svizzera deve prepararsi a che i tassi di crescita restino bassi a medio termine, vale a dire per oltre due anni. La recessione importata non lascerà il posto ad una ripresa congiunturale importata dall'oggi al domani. Dopo il netto rallentamento dell'attività economica che si è prodotta quest'anno in relazione con la diminuzione delle esportazioni, l'economia nazionale (consumo, investimenti immobiliari) è progressivamente contaminata. Di conseguenza, la disoccupazione registrerà un forte aumento per oltre due anni.

---

Informazioni:  
[rudolf.minsch@economiesuisse.ch](mailto:rudolf.minsch@economiesuisse.ch)  
[philipp.bauer@economiesuisse.ch](mailto:philipp.bauer@economiesuisse.ch)