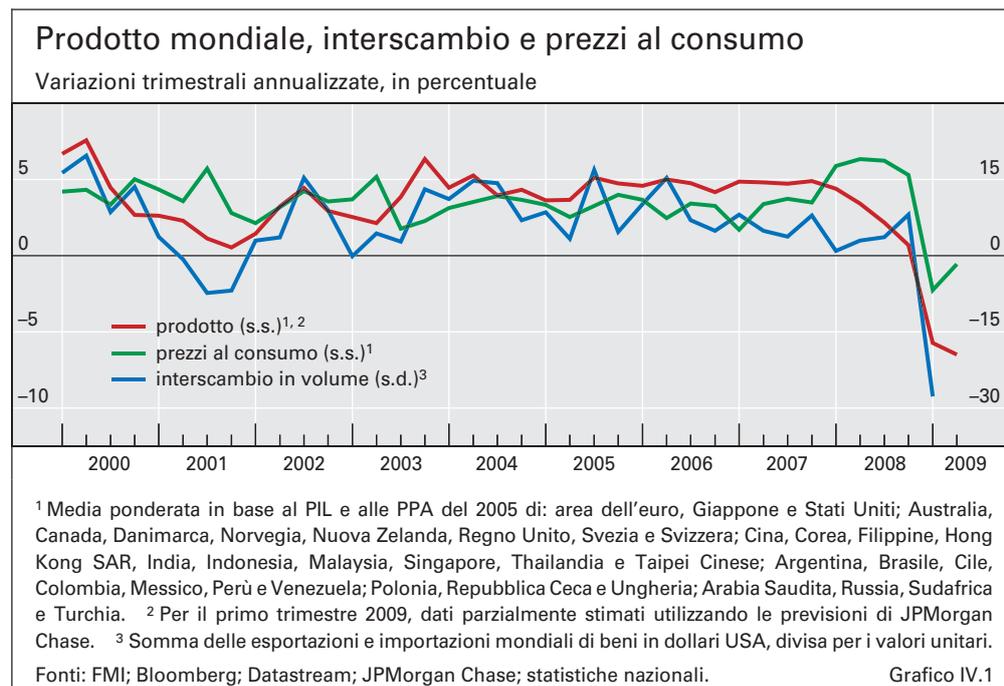


IV. Le ripercussioni sulle economie industriali

L'attività in numerose economie industriali ha cominciato a contrarsi nella prima metà del 2008. Nella seconda parte dell'anno le spinte recessive sono divenute molto più intense e di portata più globale. Il risultante crollo del commercio mondiale è avvenuto con una rapidità che non ha precedenti negli ultimi cinquant'anni e ha colpito duramente tutte le economie orientate all'esportazione (grafico IV.1). La concomitanza della fine di una prolungata fase espansiva dell'economia mondiale, di un collasso dell'interscambio e di un grave shock sul sistema finanziario ha reso il rallentamento insolitamente sincrono su scala planetaria. In un contesto in cui la produzione industriale, le esportazioni e la fiducia sono divenute altamente correlate nelle diverse economie, il prodotto mondiale e l'inflazione hanno registrato un netto calo.

Secondo la maggior parte dei più autorevoli previsori internazionali, il prodotto mondiale subirà nel 2009 una contrazione compresa tra l'1 e il 2%. Negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e in Giappone è in corso una profonda recessione, mentre nell'insieme delle economie emergenti l'espansione ha subito un brusco rallentamento. Stando alla previsione prevalente di maggio, la crescita economica mondiale registrerà una ripresa, ma rimarrà ben al disotto del valore tendenziale per tutto il 2010. Ci si attende pertanto che in diverse importanti economie i tassi di inflazione su base annua risultino nulli o negativi nel 2009. Il disavanzo corrente USA si è ridotto negli ultimi mesi, a fronte di un calo analogamente ampio degli avanzi di Germania, Giappone e



paesi mediorientali, mentre i surplus della Cina e di altre economie emergenti dell'Asia rimangono consistenti.

Le prospettive a breve termine sono molto incerte, anche a causa della difficoltà di valutare la complessa interazione tra l'economia reale, il sistema finanziario e l'impatto delle misure straordinarie di politica economica introdotte nell'arco dello scorso anno. I recenti interventi ufficiali dovrebbero contribuire a sostenere la domanda, alleviare le pressioni al ribasso sui prezzi delle attività e sui flussi di credito, nonché condurre a un recupero della fiducia. Tuttavia, la rapidità stessa della recente contrazione ciclica potrebbe generare effetti indotti fuori dal comune. In particolare, se la propensione al risparmio dovesse aumentare ulteriormente nelle economie industriali, cosa assai probabile dato l'elevato accumulo di debito delle famiglie e la drastica riduzione della loro ricchezza, gli impulsi contrattivi nell'economia mondiale potrebbero protrarsi a lungo.

Prima della crisi

L'attuale crisi è stata preceduta da un mutamento sostanziale delle condizioni macroeconomiche mondiali. Un aspetto fondamentale di tale cambiamento è stato l'aumento significativo del risparmio lordo globale in percentuale del PIL, passato da circa il 21½% nel 2001 a quasi il 24½% nel 2007. Gran parte dell'incremento è dovuto al tasso di risparmio relativamente elevato dei paesi emergenti, dove la crescita del risparmio aggregato, più che triplicatosi tra il

La sovrabbondanza del risparmio mondiale prima della crisi ...

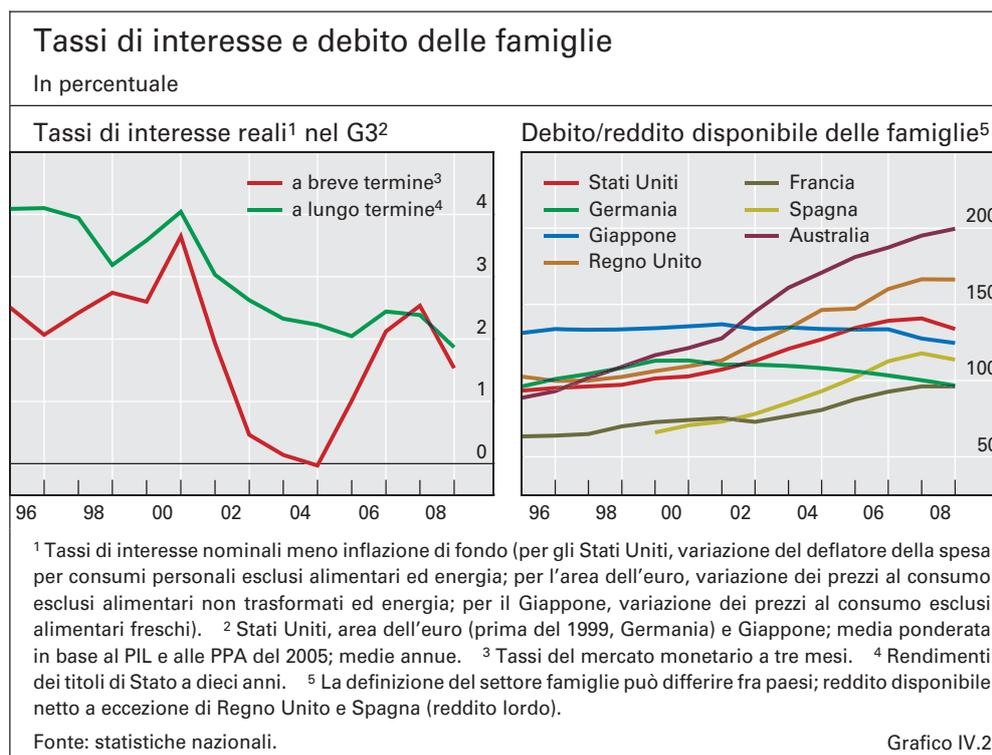
Risparmio e investimenti lordi mondiali								
In percentuale del PIL								
	Risparmio				Investimenti			
	1995	2001	2007	2008	1995	2001	2007	2008
Economie avanzate	21,4	20,0	19,9	18,8	21,6	20,6	21,0	20,4
Stati Uniti	16,0	16,4	14,2	11,9	18,6	19,1	18,8	17,5
Giappone	30,5	26,9	28,9	26,7	28,4	24,8	24,1	23,5
Germania	21,1	19,5	25,8	25,7	22,2	19,5	18,3	19,3
Regno Unito	15,9	15,4	15,3	15,1	17,2	17,4	18,2	16,8
Altre economie ¹	21,4	22,5	22,5	21,9	20,1	21,2	23,5	23,2
Economie emergenti	26,8	26,6	35,4	36,6	27,6	25,1	30,2	31,8
Cina	42,1	37,6	57,6	59,0	41,9	36,3	46,6	49,0
Altre economie asiatiche ²	31,7	27,6	32,8	32,1	32,5	24,2	28,9	30,1
America latina ³	17,0	18,0	22,8	22,3	19,2	20,6	22,2	22,8
Medio Oriente ⁴	24,0	33,3	49,6	50,8	20,9	24,8	26,5	26,7
Altre economie ⁵	22,7	23,0	23,1	24,3	23,1	20,2	23,5	24,3
Totale	22,5	21,4	24,3	24,2	22,8	21,5	23,6	23,9

I dati relativi ai gruppi di economie e i totali sono calcolati come somma del risparmio o degli investimenti delle singole economie considerate, divisa per la somma dei loro PIL; tutte le grandezze utilizzate nel calcolo sono espresse in dollari USA.

¹ Australia, Canada, Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia, Svizzera ed economie dell'area dell'euro, esclusa la Germania.
² Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. ³ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁴ Arabia Saudita, Iran, Kuwait, Libia, Oman, Qatar e Yemen. ⁵ Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella IV.1



2001 e il 2007, aveva sospinto la corrispondente propensione marginale al 43%. I tassi di risparmio medi sono saliti nella maggior parte delle regioni emergenti, ma la tendenza è stata particolarmente marcata in Cina e in Medio Oriente (tabella IV.1). Inoltre, in molte economie emergenti asiatiche i tassi di investimento si sono ridotti rispetto ai livelli di metà anni novanta, determinando un eccesso di risparmio ancora maggiore.

Per contro, il saggio di risparmio medio delle economie industriali è diminuito, soprattutto a causa della forte contrazione negli Stati Uniti. Nella prima metà di questo decennio in alcune economie (ad esempio Irlanda, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti) la composizione della spesa in conto capitale si è nettamente spostata verso l'edilizia residenziale.

Uno degli effetti della mutata struttura della spesa è stata la concentrazione della crescita dei consumi in pochi paesi. Gli Stati Uniti, in particolare, hanno contribuito per circa un terzo all'espansione globale dei consumi tra il 2000 e il 2006. Un'altra importante conseguenza è stato l'aumento del disavanzo corrente USA da poco più del 3% del PIL a fine anni novanta a un massimo del 6% nel 2006. Nel 2007 gli avanzi correnti in percentuale del PIL risultavano fortemente saliti nei principali paesi esportatori di manufatti, a oltre il 10% in Cina, a quasi l'8% in Germania e a circa il 5% in Giappone. In Medio Oriente i surplus correnti sono stati alimentati dal rincaro del petrolio.

Il boom della spesa delle famiglie osservato prima della crisi in diverse economie avanzate è riconducibile a vari fattori interconnessi. Uno di questi è il significativo calo dei tassi di interesse reali a lungo termine, reso possibile non solo dal vigoroso incremento del risparmio mondiale, ma anche da una diminuzione del premio a termine dovuta alla maggiore domanda di titoli a lunga scadenza da parte degli investitori istituzionali, specie le banche centrali

... contribuisce agli squilibri nella struttura internazionale della domanda ...

... deprimendo i tassi di interesse a lungo termine

dei mercati emergenti (grafico IV.2)¹. L'impatto espansivo dei bassi rendimenti a lungo termine è stato accentuato da condizioni monetarie accomodanti nelle principali economie avanzate, dove tra il 2002 e il 2005 i tassi reali a breve termine sono rimasti bassi o negativi.

Durante la fase di espansione economica l'allentamento più marcato delle condizioni creditizie si è avuto negli Stati Uniti, dove i tassi reali a lungo termine sui mutui a 30 anni a tasso fisso sono scesi da circa il 5% nei primi anni duemila all'1-3% nel 2005, e le condizioni diverse dal prezzo sono divenute molto più favorevoli (Capitolo III). La crescita reale del credito alle famiglie, quasi raddoppiata da una media del 4% negli anni novanta a circa il 7,5% nel periodo 2000-06, ha determinato per questo settore un considerevole incremento del rapporto fra debito e reddito. Il debito delle famiglie è aumentato in misura significativa anche nel Regno Unito, dove i tassi ipotecari, collegati ai tassi di interesse a breve termine, hanno parimenti subito un forte calo. Il maggiore indebitamento del settore ha pertanto reso diverse famiglie altamente vulnerabili agli shock negativi sul reddito e sui prezzi delle attività.

Un secondo fattore del boom della spesa, in parte riconducibile al primo, è stato il consistente rincaro delle abitazioni in diversi paesi, che non solo ha condotto a maggiori acquisti speculativi di immobili, ma ha anche facilitato l'assunzione di nuovo debito garantito da ipoteca. Fra i primi anni duemila e il picco del ciclo dei prezzi delle case il valore reale delle abitazioni è salito di oltre il 90% nel Regno Unito e in Spagna e di oltre il 60% negli Stati Uniti (sulla base dell'indice Case-Shiller). In vari paesi la quota degli investimenti residenziali sul PIL è aumentata a un ritmo decisamente superiore a quello tendenziale. Negli Stati Uniti tale quota ha toccato un massimo del 6,2% nel 2005 e l'indice degli immobili inoccupati (*homeowner vacancy rate*) è cresciuto di ben il 50% fra il 2001 e il 2006, portandosi a più del 2,5%. Le costruzioni residenziali sono aumentate nettamente al di sopra del *trend* in Spagna e Irlanda (rispettivamente al 9 e al 12% del PIL nel 2007), nonché in Australia e Canada.

Infine, un terzo fattore attiene alla possibilità che il boom della spesa in numerose economie industriali abbia generato un ottimismo eccessivo tra i produttori di beni e servizi, determinando un sovrainvestimento e un'allocazione distorta delle risorse nel periodo precedente la crisi. In particolare, il marcato incremento della spesa delle famiglie per l'acquisto di beni di consumo durevoli, come gli autoveicoli, ha indotto un accumulo di capacità produttiva. Negli Stati Uniti, ad esempio, la spesa per questi beni, in aumento dalla metà degli anni novanta, ha accelerato nei primi anni duemila, portando la sua quota sul PIL da circa il 7% a metà anni novanta a un massimo di circa

Il debito delle famiglie aumenta fortemente ...

... così come i prezzi delle abitazioni ...

... gli investimenti residenziali ...

... e quelli in beni di consumo durevoli

¹ Vi sono diverse teorie sul collegamento fra il risparmio mondiale e i tassi di interesse a lungo termine. In base all'ipotesi del *saving glut* (sovrabbondanza di risparmio), il tasso di interesse reale a lungo termine deve diminuire affinché si raggiunga un equilibrio globale a un livello più elevato degli investimenti; cfr. B. Bernanke: "The global saving glut and the US current account deficit", Homer Jones Lecture, St. Louis, 14 aprile 2005, www.federalreserve.gov. Un'ipotesi alternativa è che le crisi finanziarie e il forte risparmio nei mercati emergenti, unitamente al loro limitato sviluppo finanziario, abbiano generato una carenza globale di attività a basso rischio, che si è tradotta in rendimenti a lungo termine inferiori; cfr. R. Caballero, E. Farhi e P. Gourinchas, "An equilibrium model of 'global imbalances' and low interest rates", *American Economic Review*, vol. 98, n. 1, marzo 2008, pagg. 358-393.

l'11% nel 2007². Nel settore automobilistico USA la capacità produttiva si è accresciuta di circa il 55% tra il 1996 e il 2006, contro un incremento inferiore al 25% nei dieci anni precedenti.

Dal boom alla recessione

Il boom sfocia in una recessione brusca e sincrona a livello mondiale ...

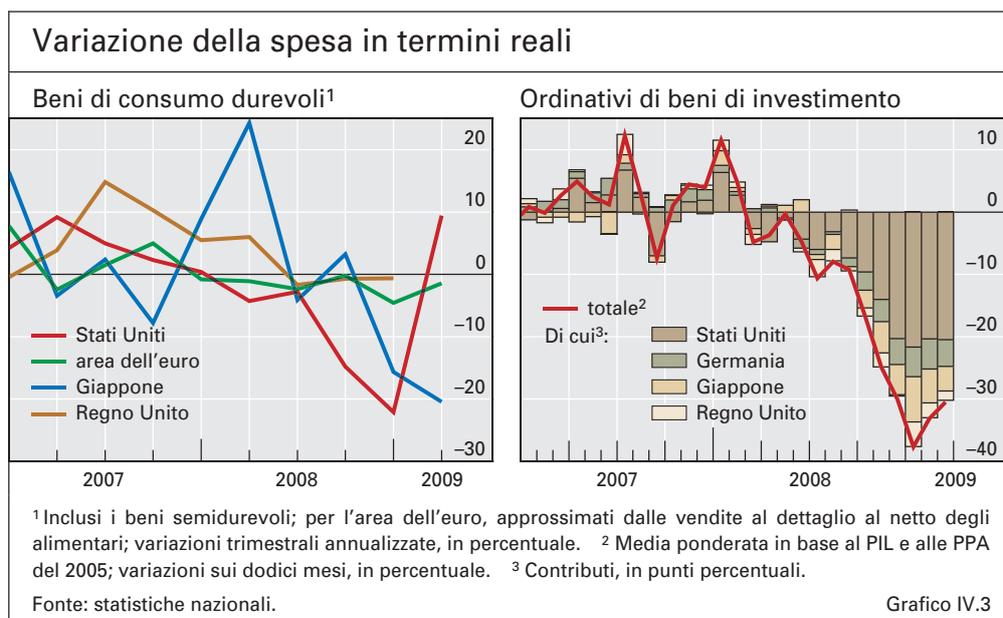
Dalla seconda metà del 2008 la spesa delle famiglie (compresa quella per abitazioni) nelle economie avanzate è diminuita di pari passo con la brusca caduta dei prezzi delle attività e della fiducia, nonché con un inasprimento delle condizioni nei mercati del credito. La seguente sezione esamina le dinamiche della fase contrattiva nelle economie avanzate e i fattori che ne sono all'origine, mentre il Capitolo V analizza le ripercussioni della contrazione sulle economie emergenti.

Sebbene la crescita si fosse già indebolita considerevolmente negli Stati Uniti da metà 2007 e in altre importanti economie industriali dagli inizi dello scorso anno, il rallentamento ha assunto una dimensione effettivamente globale solo verso fine 2008 (per una sintesi delle varie fasi della crisi, cfr. la tabella I.1). Nel quarto trimestre il prodotto è sceso su base annua destagionalizzata del 14% in Giappone e di oltre il 6% negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Nel primo trimestre di quest'anno cali ancor maggiori si sono registrati in Giappone e nell'area dell'euro (rispettivamente 15 e 10% circa). Tuttavia, vi sono indicazioni secondo cui il ritmo di caduta del prodotto ha cominciato a rallentare a partire da marzo. Il tasso mensile di contrazione della produzione industriale è diminuito negli Stati Uniti in aprile, mentre in Giappone la produzione è aumentata in marzo e in aprile. Inoltre, la maggior parte delle misure della produzione manifatturiera ricavate dalle indagini (ad esempio, gli indici dei responsabili degli acquisti) è andata migliorando nelle economie del G3 fino a maggio, indicando un rafforzamento delle prospettive di ripresa.

... accompagnata da una rapida contrazione della spesa in beni durevoli ...

La contrazione ciclica è stata di portata eccezionale e ha interessato quasi tutte le componenti della spesa. I consumi privati si sono ridotti nell'insieme delle principali economie nell'ultimo trimestre 2008; in nessun paese, tuttavia, hanno mostrato un calo tanto rapido quanto quello osservato negli Stati Uniti, dove sono crollati del 4,3% su base annua, contribuendo a quasi la metà della decelerazione del prodotto. La categoria più duramente colpita è stata la spesa per l'acquisto di beni di consumo durevoli, che durante la seconda metà del 2008 ha subito un tracollo (grafico IV.3). Nel quarto trimestre la sua quota sul PIL USA era già calata di circa un punto percentuale rispetto al massimo del 2007. A questa smisurata flessione ha fatto seguito un recupero nel primo trimestre 2009, la cui sostenibilità resta nondimeno incerta, considerate le ingenti perdite di ricchezza e le turbative nei mercati del credito (cfr. la prossima sezione). Per contro, nell'area dell'euro e in Giappone la contrazione

² La spesa per l'acquisto di beni di consumo durevoli ha anche una componente di investimento. Considerando questa componente nelle attività materiali, negli anni 2000-06 il tasso di risparmio delle famiglie USA sale di 2,5 punti percentuali, mentre l'incremento è pari ad appena 0,5 punti percentuali per l'ultimo trimestre 2008.



del prodotto è imputabile solo in piccola parte ai consumi. In queste economie essa si deve soprattutto al collasso delle esportazioni nette, che ha inciso per circa il 75 e il 50% in Giappone rispettivamente nel quarto trimestre 2008 e nel primo trimestre 2009, e per circa il 60% nell'area dell'euro nell'ultimo trimestre 2008.

In presenza di un deterioramento dei consumi più rapido di quello del reddito, il saggio di risparmio delle famiglie è cresciuto in varie economie avanzate, specie in quelle dove si situava a livelli bassi. Negli Stati Uniti l'incremento è stato consistente, pari a quasi 4 punti percentuali del reddito disponibile (al 4,2%) tra l'ultimo trimestre 2007 e il primo trimestre 2009. Anche in Australia e nel Regno Unito il risparmio delle famiglie è balzato da valori prossimi allo zero o negativi nel primo trimestre 2008, all'8,5 e al 4,8% rispettivamente nel quarto. La propensione al risparmio delle famiglie è parimenti aumentata in maniera sensibile nell'area dell'euro, traducendosi in una crescita di un punto percentuale (al 15,1%) del saggio di risparmio nell'ultimo trimestre 2008.

Gli investimenti in immobili residenziali hanno segnato la diminuzione più rapida negli Stati Uniti, scendendo in rapporto al PIL a un minimo del 2,7% nel primo trimestre 2009. In Spagna e nel Regno Unito la crisi ha ulteriormente indebolito un settore già fragile. Gli investimenti residenziali hanno cominciato a flettere anche in Germania verso la fine del 2008. Quanto al Giappone, dall'inizio del 2009 è in corso un deciso rallentamento nel mercato abitativo come indicato dal numero di nuovi cantieri. A fine 2008 il rapporto fra investimenti residenziali e PIL superava ancora la media registrata dal 1980 in diverse economie industriali (in particolare Canada, Irlanda e Paesi Bassi), segnalando che in molti casi la correzione non aveva ancora compiuto il suo corso.

... da un brusco calo degli investimenti residenziali ...

La stretta dell'offerta di credito ai promotori immobiliari nel settore non residenziale, congiunta a una debole domanda di uffici e spazi commerciali, ha accentuato la debolezza di questo settore. Inoltre, con il deteriorarsi delle

... e da una forte decelerazione degli investimenti delle imprese

prospettive per la domanda di beni di consumo e il crollo degli ordini dall'estero, molti progetti di investimento sono stati posticipati o fortemente ridimensionati. Negli Stati Uniti, ad esempio, gli investimenti fissi non residenziali hanno subito un calo senza precedenti del 38% (in ragione d'anno) nel primo trimestre 2009, dopo essere scesi del 23% nei tre mesi precedenti. Gli investimenti delle imprese sono diminuiti nettamente anche in Giappone e nell'area dell'euro. Il forte calo degli ordini di beni strumentali fino a marzo 2009 indica che la contrazione degli investimenti resta marcata (grafico IV.3).

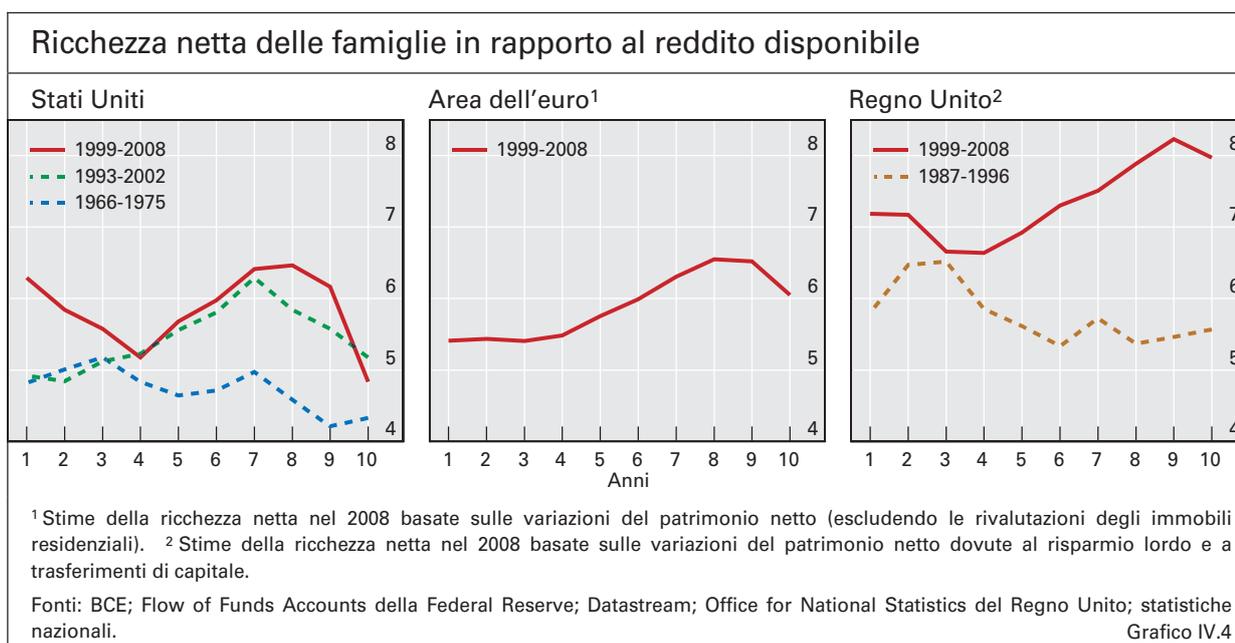
La recessione è stata aggravata dalla necessità di ridurre le scorte in eccesso, poiché le vendite effettive stavano diminuendo più rapidamente del previsto. Inoltre, vi sono indicazioni secondo cui gli investimenti potrebbero avere risentito della scarsità di credito al commercio. In base a indagini condotte nel Regno Unito, ad esempio, il credito commerciale interaziendale ha accusato gli effetti dell'aumento dei ritardi nei pagamenti, delle maggiori probabilità di fallimenti e dell'accumulo di liquidità da parte delle imprese volto a ridurre l'esposizione alla volatilità dei mercati. Alla decelerazione degli investimenti potrebbe avere altresì contribuito la maggiore riluttanza delle banche e delle società finanziarie non bancarie a scontare le fatture commerciali.

Contrazione economica, bilanci e credito

Bilanci delle famiglie

La pronunciata debolezza dei bilanci delle famiglie ...

Uno dei fattori fondamentali all'origine della contrazione economica è stato il grave deterioramento dei bilanci delle famiglie per effetto della crisi finanziaria. Le quotazioni azionarie sono diminuite rapidamente e il calo dei prezzi nominali delle abitazioni, dapprima circoscritto agli Stati Uniti, si è diffuso alle altre economie avanzate. Dal secondo trimestre 2007 al quarto



trimestre 2008 la ricchezza netta delle famiglie USA ha subito un calo intorno al 20% (equivalente a circa \$13 trilioni); in rapporto al reddito disponibile, la perdita è stata maggiore della ricchezza accumulata nei cinque anni precedenti (grafico IV.4). Anche nell'area dell'euro le perdite di ricchezza hanno interessato un più ampio novero di attività e di paesi, superando di gran lunga quelle accusate durante il collasso dei mercati azionari nel 2001, allorché la crescente ricchezza immobiliare aveva controbilanciato gli effetti negativi dei forti ribassi azionari.

La flessione della ricchezza delle famiglie, in particolare di quella immobiliare, è destinata a gravare sui consumi per qualche tempo, anche se alcune forze potrebbero agire in direzione opposta. Il calo dei prezzi delle abitazioni comporta una diminuzione del costo locativo implicito, compensando in certa misura l'effetto ricchezza avverso. Inoltre, esso rende le abitazioni più accessibili ai potenziali acquirenti, riducendo il loro fabbisogno di risparmio per l'esborso di capitale iniziale. In aggiunta, la contrazione della ricchezza delle famiglie, specie quella derivante da attività finanziarie, potrebbe essere in parte percepita come transitoria.

Benché i ricercatori non concordino in merito alle stime dell'effetto di ricchezza sui consumi, si ritiene in genere che l'impatto del patrimonio immobiliare sia significativo, con valori che nei vari studi oscillano fra 3 e 7 centesimi per dollaro in Australia, Canada, Stati Uniti e Regno Unito. Per l'area dell'euro si ipotizza che l'impatto sia piuttosto contenuto³. È probabile che il calo del patrimonio dei proprietari di abitazioni determini una flessione particolarmente consistente della spesa di quelle famiglie che lo avevano utilizzato a garanzia di prestiti destinati a finanziare i consumi. Il fatto che in alcuni paesi i criteri permissivi applicati nella concessione del credito avessero notevolmente facilitato l'indebitamento ipotecario durante l'ascesa ciclica potrebbe comportare un forte effetto negativo con l'irrigidimento degli standard di fido. Una contrazione dei prezzi delle attività che lasci molte famiglie con un patrimonio netto ampiamente negativo potrebbe produrre effetti di ricchezza asimmetrici sui consumi.

Inoltre, la maggiore vulnerabilità finanziaria risultante da una perdita di ricchezza così ingente potrebbe indurre le famiglie a ridimensionare l'investimento in attività meno liquide (principalmente case, ma anche beni durevoli) e a privilegiare invece le attività finanziarie, più liquide. In particolare, le famiglie fortemente indebitate con cospicui oneri contrattuali potrebbero accrescere il risparmio finanziario e ridurre la spesa in abitazioni, automobili e altri beni di consumo durevoli di alto valore⁴.

In aggiunta, il forte calo del valore delle attività dei fondi pensione potrebbe indurre le persone prossime al pensionamento iscritte a schemi a

... sta avendo
effetti negativi
sui consumi ...

... in particolare a
causa del minor
valore della
ricchezza
immobiliare

Le famiglie
potrebbero inoltre
investire meno in
attività durevoli ...

³ Per una rassegna recente delle stime dell'effetto di ricchezza sui consumi, cfr. l'articolo "Ricchezza immobiliare e consumi privati nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, gennaio 2009.

⁴ Questo fattore sembra aver svolto un ruolo importante nell'incremento del risparmio delle famiglie statunitensi dopo la caduta dei mercati azionari negli anni settanta; cfr. F. Mishkin, "What depressed the consumer? The household balance sheet and the 1973-75 recession", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 8, n. 1, 1977, pagg. 123-174.

... e accrescere il risparmio previdenziale

contribuzione definita, in cui le prestazioni sono legate al valore di mercato delle attività, a incrementare il risparmio o posticipare il collocamento a riposo. Nel caso degli schemi a prestazione definita, gli ampi deficit di copertura potrebbero danneggiare la posizione finanziaria delle società cui essi fanno capo, riducendone la capacità di fornire le prestazioni garantite o mantenere i posti di lavoro esistenti.

L'impatto potrebbe differire a seconda dei paesi

Ciò detto, l'impatto della perdita di ricchezza sarà probabilmente diverso da paese a paese, a seconda degli specifici assetti istituzionali. In Australia, Canada, Regno Unito e Stati Uniti l'estrazione di liquidità dal capitale immobiliare è stata significativa durante la fase di espansione e l'impatto sulla spesa delle famiglie dovrebbe pertanto essere maggiore che in altri paesi. Stando ad alcune stime, nel periodo 2001-05 negli Stati Uniti circa l'1¼% dei consumi su base annua è stato finanziato mediante monetizzazione della ricchezza immobiliare, ovvero il 3% se si includono i fondi impiegati per rimborsare debiti non ipotecari⁵. Nel Regno Unito questa fonte di finanziamento ha registrato un'inversione di flusso, scendendo da oltre il 7% del reddito netto di imposta nel 2003 al -1% nel 2008. Per contro, nell'area dell'euro l'estrazione di liquidità dal valore delle abitazioni ha avuto complessivamente un ruolo abbastanza modesto per la spesa delle famiglie, per effetto sia della bassa incidenza degli immobili di proprietà sia, in alcuni paesi, di un mercato ipotecario meno sviluppato.

Il rischio è un nuovo forte aumento del risparmio delle famiglie

Nondimeno, l'aumento così elevato registrato dal debito delle famiglie in così tanti paesi fa ritenere che le ingenti perdite di ricchezza e di reddito determineranno probabilmente un ulteriore rialzo del saggio di risparmio in gran parte delle economie avanzate. È difficile prevedere fino a quando si protrarrà tale rialzo. Nella recessione statunitense degli anni settanta il saggio di risparmio delle famiglie salì da un minimo dell'8,0% a metà 1972 a un massimo del 12,5% a metà 1975. Un profilo analogo fu osservato nella recessione USA dei primi anni ottanta. Per contro, le recessioni degli anni novanta e dei primi anni duemila ebbero scarso impatto sul saggio di risparmio. Tuttavia, rispetto a precedenti episodi, nell'attuale recessione il risparmio delle famiglie statunitensi si è collocato a un livello molto più basso nel punto di minimo, e l'indebitamento a un livello molto più alto nel suo punto di massimo. L'incremento del risparmio potrebbe essere pertanto più consistente e duraturo che in passato. È possibile che i saggi di risparmio delle famiglie salgano ulteriormente anche in Australia, nel Regno Unito e in diverse economie dell'area dell'euro (ad esempio Irlanda, Paesi Bassi e Spagna), dove si situano ancora a livelli inferiori alle rispettive medie storiche.

Bilanci societari

Anche i bilanci societari si sono deteriorati ...

A differenza di quanto osservato nel settore delle famiglie, i livelli di debito nel settore delle imprese non finanziarie sono rimasti piuttosto stabili o sono addirittura diminuiti durante la prima metà degli anni duemila. Tra il 2005 e il 2008, tuttavia, il debito societario in percentuale del PIL è aumentato

⁵ Cfr. A. Greenspan e J. Kennedy, "Sources and uses of equity extracted from homes", *Finance and Economics Discussion Series*, 2007-20, Board of Governors del Federal Reserve System, marzo 2007.

considerevolmente (grafico IV.5). La crisi ha indotto un ulteriore indebolimento dei bilanci, abbassando nettamente la redditività e il valore degli investimenti delle aziende. Inoltre, l'ampliamento degli spread creditizi ha ridotto l'accesso di molte imprese ai mercati dei capitali, determinando notevoli difficoltà di finanziamento.

Durante il 2008 le società non finanziarie e non agricole negli Stati Uniti hanno registrato un calo aggregato del patrimonio netto pari al 7%, per effetto di una forte flessione (12,8%) del valore delle attività immobiliari e di una contrazione lievemente minore (5,3%) della ricchezza finanziaria netta. Nel caso delle società non finanziarie nell'area dell'euro e in Giappone quest'ultima (escludendo la componente azionaria) ha invece subito un deterioramento molto più rapido, pari a circa il 50% nel 2008. Le tensioni nel settore societario sono salite a livelli molto elevati, come evidenzia il numero di fallimenti, prossimo o superiore ai massimi storici in molte economie industriali (grafico IV.5).

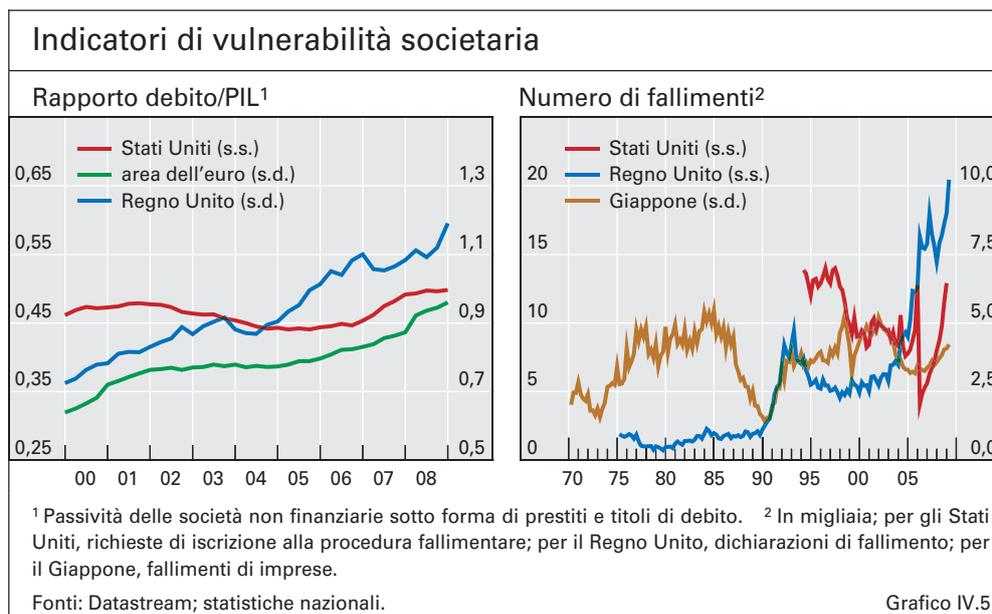
L'indebolimento della situazione economico-finanziaria delle imprese pare destinato a ridurre gli investimenti, con effetti di retroazione sull'economia e sui bilanci. La portata di tali effetti negativi di accelerazione finanziaria dipende dalla struttura e dalla solidità iniziale dei bilanci aziendali. Nell'area dell'euro e nel Regno Unito le passività finanziarie lorde in essere delle società (inclusi i debiti finanziari, quelli verso fornitori e altre passività) ammontavano a circa il 130% del PIL a fine 2008. Tale livello, ben superiore alla media degli anni novanta, implica un'accresciuta vulnerabilità a shock finanziari negativi. Anche negli Stati Uniti le passività finanziarie delle imprese sono aumentate, raggiungendo il 90% del PIL a fine 2008, ma il loro livello non appare eccessivo rispetto alla media degli anni novanta.

... in tutte le principali economie industriali ...

... rendendo più probabili ulteriori tagli agli investimenti

Fase contrattiva del ciclo creditizio

La crisi ha provocato una brusca svolta nel ciclo creditizio. Gli ampi tagli dei tassi ufficiali hanno contribuito ad abbassare i tassi di interesse sui fondi



L'inasprimento dei criteri di fido riduce il credito ...

mutuati da famiglie e imprese nel corso del 2008. Tuttavia, l'impatto di tali riduzioni sui flussi creditizi è stato smorzato da un forte inasprimento delle condizioni di finanziamento diverse dal prezzo (Capitolo III).

... specie alle famiglie, ma sempre più anche alle imprese ...

In numerose economie avanzate lo scorso anno l'espansione del credito totale al settore privato è diminuita, soprattutto nei mercati del credito all'edilizia residenziale. Negli Stati Uniti il credito per l'acquisto di abitazioni (esclusi i prestiti di seconda ipoteca) si è contratto a un tasso annuo nominale dell'1-2% dal secondo trimestre 2008 al primo trimestre 2009, mentre nell'area dell'euro ha cessato di crescere nel marzo di quest'anno. Il credito al consumo è rallentato sensibilmente in molti paesi avanzati, con la rilevante eccezione degli Stati Uniti, dove è aumentato a un tasso annuo del 9% nel primo trimestre 2009. Sebbene il credito alle imprese abbia seguito a espandersi in vari paesi, ciò è probabilmente dovuto a un maggiore ricorso a linee di credito esistenti anziché all'assunzione di nuovi prestiti.

... contribuendo a deprimere la spesa

Se da un lato la stretta creditizia ha scoraggiato i potenziali acquirenti della prima casa e altri consumatori con limitato accesso al credito, dall'altro il calo del reddito sembra avere accresciuto il numero di famiglie soggette a tali restrizioni. La scomparsa del finanziamento alternativo offerto in passato da prestatori non bancari ha teso ad amplificare questi effetti. Anche gli investimenti aziendali ne hanno risentito, come evidenziato dalle indagini recenti, che segnalano riduzioni significative delle nuove linee di credito alle imprese, specie negli Stati Uniti. Inoltre, con l'indebolimento della crescita e il rapido deteriorarsi delle posizioni di bilancio, la contrazione del credito è accentuata anche da una sostanziale flessione dal lato della domanda, dal momento che le aziende ridimensionano i piani di investimento e le famiglie riconsiderano le prospettive di reddito e di ricchezza.

L'entità della contrazione creditizia è molto incerta

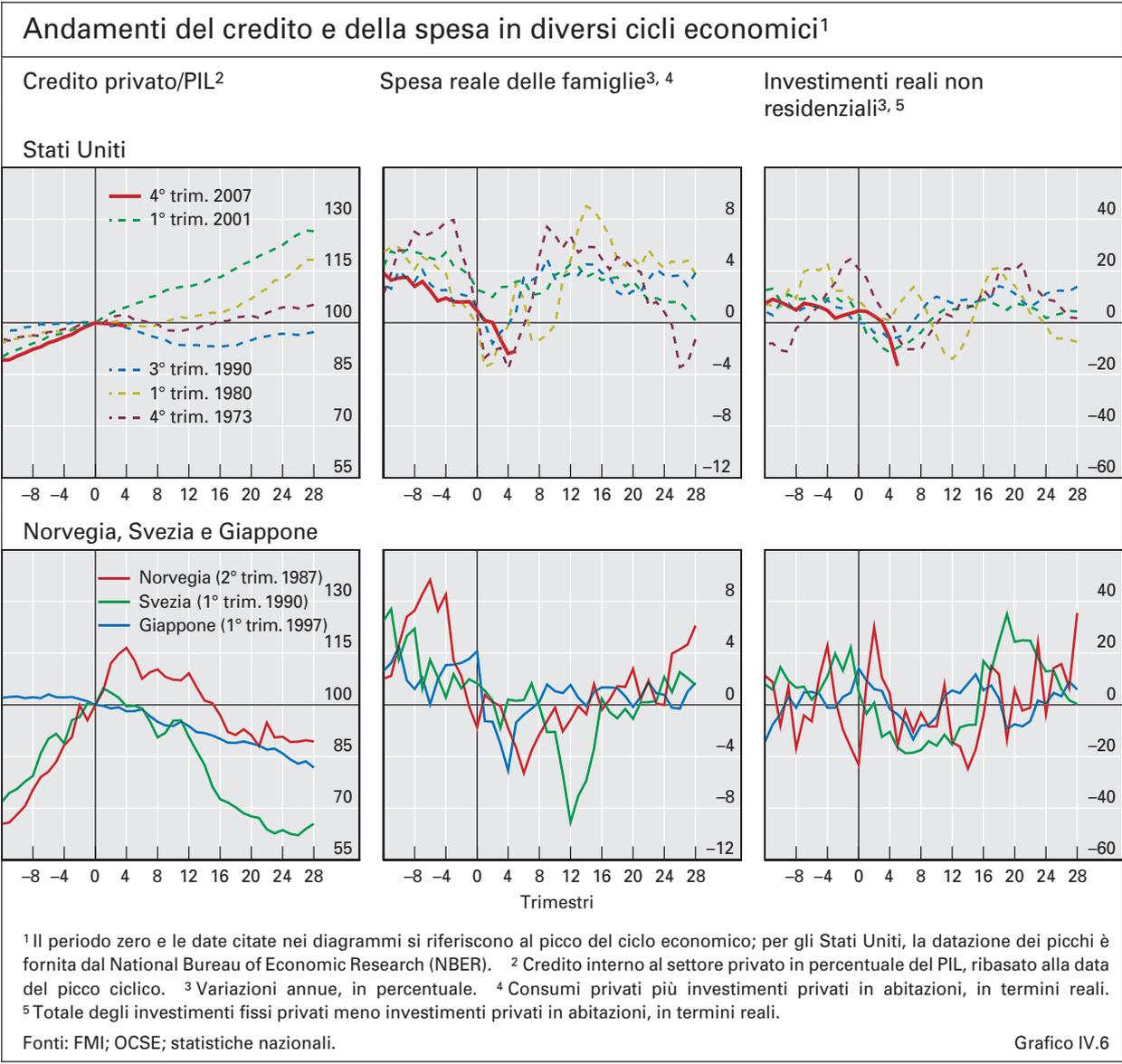
L'ampiezza e la durata della contrazione creditizia dipenderanno pertanto dall'interazione fra la riduzione della leva finanziaria del sistema bancario (Capitolo III) e l'aggiustamento dei bilanci di imprese e famiglie. Sebbene sia difficile formulare previsioni al riguardo, gli episodi passati di crisi creditizia e finanziaria possono offrire qualche indicazione.

I passati cicli USA indicano un effetto prolungato su credito e spesa ...

Un utile raffronto è quello tra l'attuale ciclo creditizio negli Stati Uniti e quelli precedenti, pur in presenza di differenze quanto alle cause immediate. In particolare, la decelerazione del credito nei primi anni novanta fornisce un interessante termine di paragone (grafico IV.6). Benché le perdite dovute al deprezzamento degli immobili commerciali fossero state modeste, a partire dal terzo trimestre 1990 il credito privato reale diminuì per 14 trimestri consecutivi. Anche il rapporto credito/PIL calò in tale periodo. Lo stretto legame fra il ciclo del credito e quello della spesa delle famiglie era evidente, anche se la flessione del credito risultò più prolungata rispetto a quella della spesa. In aggiunta, durante l'episodio considerato gli investimenti non residenziali si indebolirono notevolmente.

... e lo stesso emerge dalle crisi bancarie dei paesi nordici ...

Un altro valido termine di confronto è rappresentato dalle crisi bancarie dei paesi nordici negli anni novanta. Anche in tali episodi le oscillazioni estreme dei prezzi degli immobili ebbero un ruolo cruciale. Le crisi provocarono nella regione una contrazione del rapporto credito/PIL che durò da cinque a sette anni, e furono seguite da un calo protratto della spesa. In Norvegia e Svezia



la domanda delle famiglie e gli investimenti delle imprese si indebolirono entrambi ben prima che il ciclo produttivo raggiungesse il massimo e diminuirono per diversi anni dopo le crisi. Nondimeno, come discusso nel Capitolo VI, significative sono anche le differenze nella risoluzione delle crisi. Nel caso dei paesi nordici le autorità intervennero allorché l'attività creditizia ed economica si era già notevolmente deteriorata. Per contro, nell'episodio attuale gli interventi sono stati intrapresi in una fase precoce del ciclo creditizio ed economico, al fine di attenuarne la discesa.

In relazione agli attuali problemi del settore delle famiglie assume rilevanza anche l'esperienza giapponese degli anni novanta, che evidenzia l'interazione negativa fra crisi bancaria e forte accumulo di debito delle imprese. Il crollo dei prezzi delle attività in Giappone a fine anni ottanta accrebbe le perdite delle banche e indebolì considerevolmente i bilanci delle società non finanziarie, i cui livelli di indebitamento superavano il 150% del PIL nel 1990. Ciò portò a un prolungato periodo di riduzione del debito, tagli agli investimenti e debole domanda di credito. Con il netto calo del rapporto debito/PIL

... e da quella giapponese

del settore societario negli anni successivi, anche il rapporto credito/PIL si ridusse.

Fattori che hanno aggravato e propagato la recessione

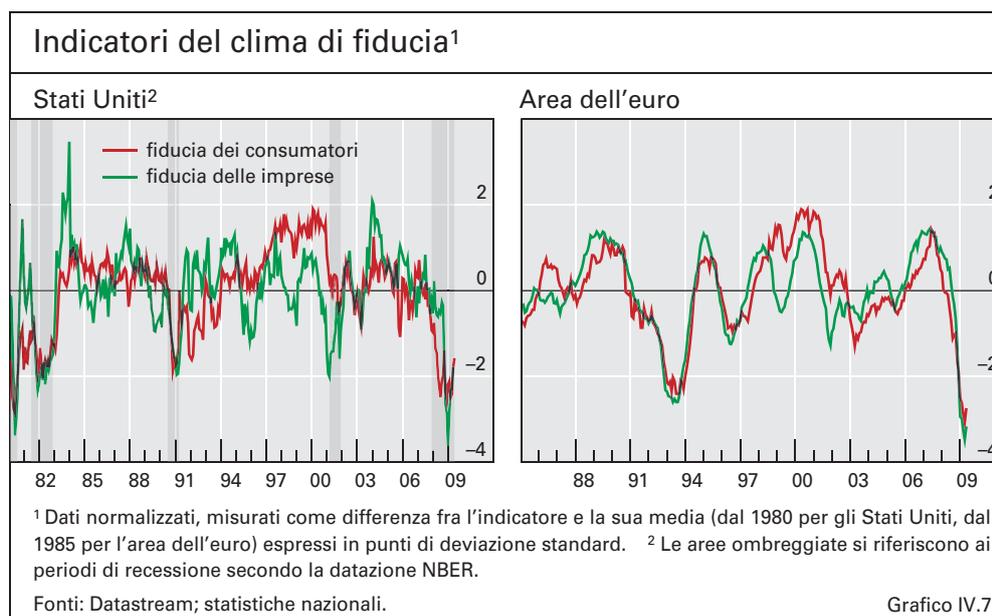
La recessione è aggravata dal netto calo dell'occupazione ...

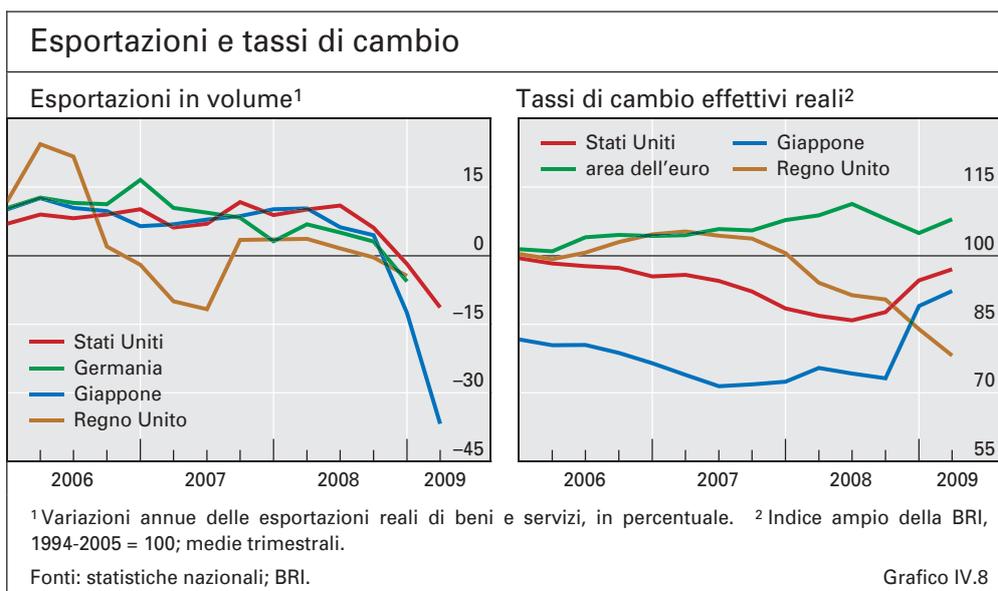
Gli aggiustamenti dei bilanci e dei mercati creditizi esercitano effetti duraturi sull'economia. Nell'attuale crisi, tuttavia, l'impatto a breve termine è stato accentuato da vari fattori ciclici. Uno di essi è la caduta dell'occupazione indotta dal crescente pericolo di fallimenti aziendali, che ha aumentato notevolmente l'incertezza finanziaria delle famiglie. Negli Stati Uniti, ad esempio, le ore lavorate totali sono state ridotte a un ritmo del 9% su base annua nel primo trimestre 2009, dopo un calo di analoga entità nel trimestre precedente, portando il tasso di disoccupazione al 9,4% nel maggio 2009. Sebbene nel confronto storico la fase discendente dell'attuale ciclo occupazionale USA appaia già alquanto accentuata, stando alle previsioni prevalenti di maggio il tasso di disoccupazione dovrebbe approssimarsi al 10% nel 2010. Nell'area dell'euro la crescita sostenuta dell'offerta di lavoro, unita alla debolezza della domanda, è stata all'origine dell'aumento costante del tasso di disoccupazione, che ha raggiunto il 9,2% nell'aprile 2009.

Nell'area dell'euro l'incertezza riguardo al posto di lavoro cui sono confrontate le famiglie potrebbe essere più persistente che negli Stati Uniti, dove il ciclo occupazionale è tendenzialmente più breve. Nelle recessioni degli anni ottanta e novanta, ad esempio, l'occupazione calò durante dodici e otto trimestri rispettivamente nell'area dell'euro, contro circa quattro trimestri negli Stati Uniti. L'occupazione in Giappone è rimasta debole dagli ultimi anni novanta. Il netto calo del rapporto tra offerte e domande di impieghi dall'inizio del 2009 fa ritenere che il calo dell'occupazione in questo paese si intensificherà ulteriormente.

... dal debole clima di fiducia ...

Un secondo e connesso fattore ciclico è il netto peggioramento del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese (grafico IV.7). Rispetto ad





altre determinanti fondamentali dei consumi come reddito, ricchezza e tassi di interesse, in passato si tendeva ad attribuire alla fiducia un ruolo limitato quale determinante della spesa⁶. Tuttavia, se una minore fiducia riflette aspettative di un reddito futuro inferiore, essa può preannunciare uno spostamento verso il basso della spesa futura. Un rischio fondamentale è che i timori alla base della debolezza della fiducia si autorealizzino, deprimendo la spesa e l'occupazione e accrescendo l'incertezza circa il reddito.

Un terzo fattore ciclico è costituito dalla drastica contrazione del commercio internazionale (grafico IV.8), che ha contribuito al diffondersi e all'intensificarsi della recessione in diverse economie. Il crollo mondiale della domanda di manufatti ha interessato tutte le economie avanzate, ma soprattutto quelle con un elevato grado di dipendenza dall'esportazione di tali beni, come Germania e Giappone. Inoltre, poiché la Germania ha un ruolo cardine nella rete produttiva europea, le ripercussioni del calo delle sue esportazioni si sono avvertite al di là dei confini nazionali. Australia e Canada hanno sofferto della caduta dei prezzi delle materie prime, sebbene l'impatto negativo in Australia sia stato contenuto, non solo perché il paese è un importatore netto di petrolio ma anche perché la flessione dei prezzi agricoli è stata relativamente modesta.

Un quarto fattore attiene alle variazioni dei tassi di cambio. In particolare, il netto incremento del valore effettivo reale dello yen da fine 2008 ha contribuito a deprimere le esportazioni giapponesi. Per contro, il settore dei beni *tradable* nel Regno Unito ha beneficiato di una consistente riduzione del valore effettivo della sterlina. Anche le esportazioni dell'area dell'euro sono state favorite nel 2008 dal deprezzamento in termini reali della moneta unica, la quale tuttavia ha ripreso il suo andamento ascendente nel primo trimestre 2009. Negli Stati Uniti, invece, l'apprezzamento del dollaro durante la seconda metà del 2008 e il primo trimestre 2009 ha fatto sì che il tasso di cambio abbia

... e dalla caduta dell'interscambio

⁶ Per un'analisi recente, cfr. A. Al-Eyd, R. Barrell e P. Davis, "Consumer confidence indices and short-term forecasting of consumption", *The Manchester School*, vol. 77, n. 1, gennaio 2009, pagg. 96-111.

assunto nel complesso un ruolo più neutrale nel determinare l'evoluzione dell'interscambio durante lo scorso anno.

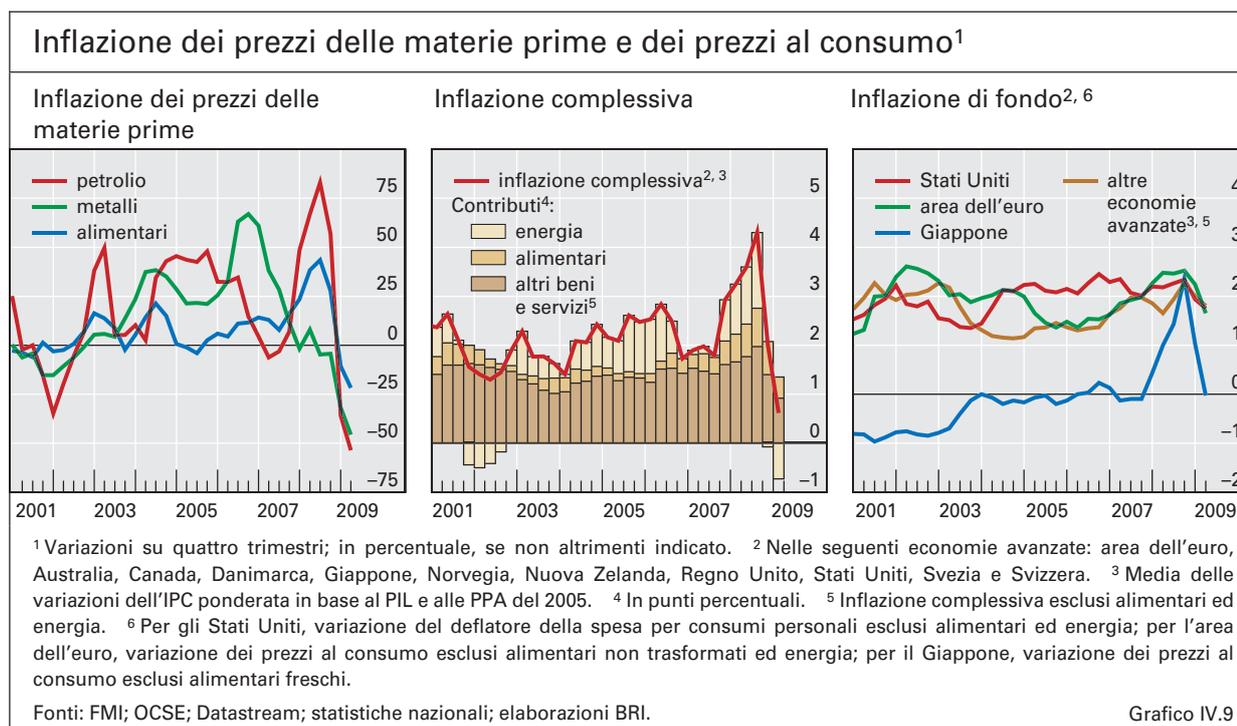
Andamento dell'inflazione nelle economie industriali

L'inflazione complessiva è rapidamente scesa negli ultimi mesi ...

Il rallentamento ciclico ha determinato un netto calo delle spinte inflazionistiche nelle economie industriali. I tassi di inflazione complessiva su base annua non sono soltanto diminuiti rapidamente da metà 2008 (grafico IV.9), ma nel primo trimestre 2009 erano addirittura divenuti negativi negli Stati Uniti e in Giappone, e in maggio risultavano scesi a zero nell'area dell'euro. Sebbene nelle condizioni attuali sia arduo formulare una valutazione delle prospettive di inflazione, la recente disinflazione ha destato presso diversi osservatori timori per i rischi di deflazione nel breve periodo.

... per effetto del calo dei corsi delle materie prime ...

Le attuali pressioni disinflazionistiche sono ascrivibili a due fattori principali. Uno è il calo del 55% dei corsi petroliferi tra metà 2008 e maggio 2009, che ha determinato una marcata flessione dei prezzi all'importazione in numerosi paesi importatori di greggio. A ciò si aggiungono le correzioni al ribasso delle previsioni sulla domanda mondiale di petrolio per il 2009. Nel maggio 2009 l'Agenzia internazionale per l'energia si attendeva una contrazione pari a 2,6 milioni di barili al giorno nel 2009 rispetto al 2008, la più forte riduzione annua dal 1981. I corsi dei metalli, che avevano cominciato a scendere nel 2007, hanno subito un rallentamento più accentuato nella seconda metà del 2008 e a inizio 2009. Anche i prezzi degli alimentari hanno registrato una flessione, benché meno drastica di quella dei corsi petroliferi, a causa della loro connessione relativamente debole con la crescita mondiale. L'indebolimento della domanda ha altresì dato luogo a un sostanziale ribasso dei noli.



L'impatto dell'attuale crisi sul prodotto potenziale

Le stime del prodotto potenziale e dell'*output gap* aiutano le autorità monetarie a valutare lo stato attuale dell'economia. Il prodotto potenziale è generalmente definito come il livello massimo di prodotto che un'economia può conseguire senza generare pressioni inflazionistiche ed è in larga misura determinato da fattori agenti dal lato dell'offerta, quali il progresso tecnologico, le tendenze demografiche e gli assetti istituzionali nei mercati del lavoro e finanziari. Tuttavia, esso non è osservabile e deve essere quindi stimato. Anche in tempi normali, tali stime sono soggette a notevoli incertezze in quanto può rivelarsi difficile individuare i cambiamenti intervenuti nei fattori strutturali. Inoltre, le revisioni frequenti e talvolta sostanziali dei dati sul PIL e sulle sue principali componenti riducono l'utilità delle stime ai fini della formulazione in tempo reale delle decisioni di politica economica. Ad esempio, le revisioni assolute del PIL USA sono state in media di entità notevole, con valori compresi fra 0,5 (prima revisione annua) e 1,3 punti percentuali (terza revisione). In corrispondenza di punti di svolta del ciclo esse tendono a essere decisamente più ampie, superando spesso i 2 punti percentuali.

Nella presente congiuntura un interrogativo fondamentale riguarda la misura in cui il prodotto potenziale potrebbe risentire della crisi finanziaria in atto. Vari fattori avranno probabilmente un impatto sul livello del prodotto potenziale, sul suo tasso di crescita o su entrambi. In primo luogo, la crisi potrebbe comportare gravi turbative nel processo di intermediazione creditizia negli anni a venire, riducendo la disponibilità di credito e innalzando i premi per il rischio. In secondo luogo, il prodotto potenziale potrebbe essere influenzato negativamente da un eventuale aumento della disoccupazione strutturale. La persistenza della crisi attuale implica che una quota non trascurabile di lavoratori potrebbe uscire in via permanente dalla forza di lavoro effettiva. È pertanto possibile che il tasso naturale di disoccupazione risulti molto più elevato in alcuni paesi a seguito della recessione mondiale, poiché in settori come quello automobilistico e dei servizi finanziari numerosi posti di lavoro potrebbero essere definitivamente scomparsi. Negli Stati Uniti i licenziamenti "permanenti", ossia di lavoratori che si prevede non potranno più riottenere lo stesso impiego, hanno raggiunto nel maggio 2009 il livello record del 52,9% dei disoccupati.

In terzo luogo, la crisi finanziaria potrebbe avere un impatto negativo sulla produttività totale dei fattori riducendo considerevolmente il finanziamento di attività di ricerca e sviluppo. In Giappone, ad esempio, si è riscontrato che tra il 1988 e il 1993 il rallentamento della produttività totale e la flessione da 44 a 40 della media di ore settimanali lavorate hanno determinato un cambiamento nell'inclinazione e nel livello della curva di crescita di stato stazionario (Hayashi e Prescott, 2002). Infine, la natura globale dell'attuale recessione e l'elevato grado di integrazione economica mondiale potrebbero acuire gli effetti della crisi sul prodotto potenziale. Stante il significativo incremento registrato dall'attività creditizia e di investimento a livello internazionale nello scorso decennio, una crisi finanziaria in un paese o una regione potrebbe avere ampie conseguenze negative in altre economie. Se i fattori di produzione non sono perfettamente mobili, la perdita di mercati di esportazione in alcuni paesi può, ad esempio, rendere ridondante per lunghi periodi una quota significativa dello stock di capitale e delle forze di lavoro, determinando un calo del prodotto potenziale.

L'evidenza basata sulle crisi del passato fornisce alcune utili indicazioni circa i probabili effetti dell'episodio attuale sul prodotto potenziale. In uno studio sull'andamento del prodotto in 190 paesi, Cerra e Saxena (2008) hanno riscontrato flessioni del prodotto effettivo ampie e persistenti in connessione con le crisi finanziarie, individuando in particolare una diminuzione del 7,5% del prodotto rispetto al valore di *trend* per un periodo di dieci anni nel caso di una crisi bancaria. Utilizzando la stessa metodologia e i dati di 30 paesi OCSE dal 1960 al 2007, Furceri e Mourougane (2009) hanno accertato che, in media, una crisi finanziaria può comportare un calo del prodotto potenziale dall'1,5% (misure OCSE basate sulle funzioni di produzione) al 2,1% (misure basate sul filtro di Hodrick-Prescott) nell'arco di cinque anni. Nel caso di episodi più gravi (Spagna nel 1977, Norvegia nel 1987, Finlandia e Svezia nel 1991 e Giappone nel 1992) l'impatto negativo stimato risultava assai maggiore (3,8%).

Taluni studi empirici evidenziano anche un notevole impatto negativo delle crisi finanziarie sul tasso di crescita del prodotto potenziale. Ad esempio, Haugh et al. (2009), esaminando sei grandi crisi bancarie (Spagna nel 1982, Stati Uniti negli anni ottanta, Finlandia, Norvegia e Svezia nel 1991 e Giappone nel 1997), rilevano come in occasione di recessioni collegate a crisi bancarie gravi le perdite di prodotto effettivo siano state molto maggiori. Raffrontando i quinquenni precedenti e successivi all'inizio di una crisi bancaria, essi constatano che la crescita del prodotto potenziale era diminuita rispettivamente di 0,9, 0,5, 0,4 e 0,3 punti percentuali in Norvegia, Finlandia, Giappone e Svezia.

L'impatto della crisi attuale sul prodotto potenziale dipenderà in larga misura dalla tempestività e dall'efficacia delle misure adottate dai governi nel ripristinare l'intermediazione nei mercati creditizi, minimizzandone al tempo stesso i possibili effetti distorsivi. Anche gli interventi volti a salvaguardare la flessibilità nel mercato del lavoro e a promuovere la crescita della produttività a lungo termine potrebbero svolgere un ruolo significativo a sostegno del prodotto potenziale.

Riferimenti bibliografici

V. Cerra e S. Saxena (2008): "Growth dynamics: the myth of economic recovery", *American Economic Review*, vol. 98, n. 1, marzo, pagg. 439-457.

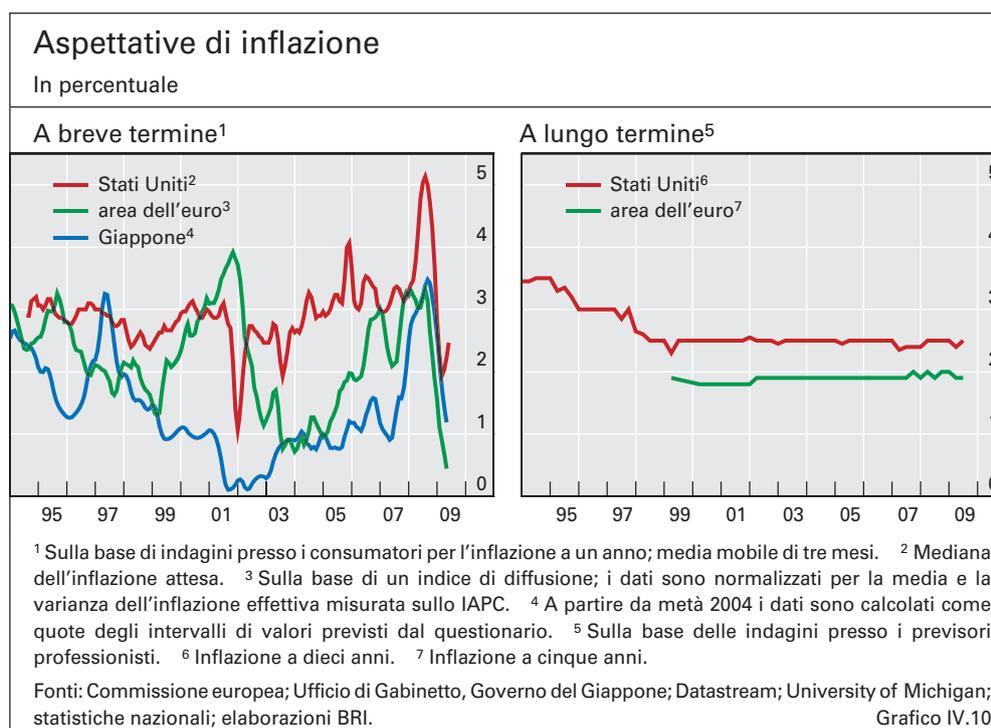
D. Furceri e A. Mourougane (2009): "The effect of financial crises on potential output: new empirical evidence from OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 699, maggio.

D. Haugh, P. Ollivaud e D. Turner (2009): "The macroeconomic consequences of banking crises in OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 683, marzo.

F. Hayashi ed E. Prescott (2002): "The 1990s in Japan: a lost decade", *Review of Economic Dynamics*, vol. 5, n. 1, gennaio, pagg. 206-235.

... e del pronunciato sottoimpiego di capacità

Il secondo fattore è il notevole sottoimpiego di capacità che ha accentuato le spinte verso il basso sui prezzi. Il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero è calato particolarmente nelle principali economie avanzate. Pur essendo soggette a notevoli incertezze, le previsioni sull'*output gap* e sull'*unemployment gap* indicano che il livello di sottoimpiego dovrebbe rimanere elevato nel 2009 e nel 2010. L'inflazione di fondo è scesa in misura marcata in Giappone dagli inizi del 2009, ma è risultata relativamente più stabile negli Stati Uniti e nell'area dell'euro fino ad aprile (grafico IV.9). Vi è il rischio che il carattere insolitamente sincrono della recessione, insieme a un possibile forte aumento del risparmio delle famiglie, possa accentuare le pressioni disinflazionistiche nel corso del prossimo anno.



Nondimeno, le incertezze circa le prospettive di inflazione sono notevoli. In primo luogo, non è ancora chiaro quando né quanto le recenti misure di stimolo influiranno sulla spesa. Gli andamenti osservati dagli inizi del 2009 hanno in parte ridimensionato i rischi al ribasso per le previsioni di crescita. Inoltre, non sono disponibili stime affidabili sull'impatto macroeconomico degli interventi non convenzionali di politica monetaria attuati di recente su larga scala dalle banche centrali.

Le prospettive per l'inflazione sono incerte

In secondo luogo, è possibile che il prodotto potenziale sia stato significativamente ridotto dalle turbative del sistema di intermediazione creditizia, dalla flessione di interscambio e di investimenti, e dal possibile incremento dei tassi di disoccupazione strutturale in connessione con la crisi finanziaria (cfr. il riquadro). In tal caso l'*output gap* potrebbe essere meno negativo di quanto indicherebbero le tendenze in atto, e le pressioni disinflazionistiche risultare sovrastimate. Ad esempio, dopo lo shock petrolifero dei primi anni settanta l'impatto avverso del rincaro del petrolio sul prodotto potenziale potrebbe essere stato senz'altro sottostimato nelle economie avanzate, causando una sottovalutazione delle spinte inflazionistiche.

In terzo luogo, le recenti dinamiche salariali non sono indicative di una spirale discendente salari-prezzi, almeno nei paesi del G3. Nel quarto trimestre 2008 il costo del lavoro per unità di prodotto, ad esempio, è aumentato su base annua del 4,8% nell'area dell'euro. Anche negli Stati Uniti tale costo ha mostrato nel 2009 la tendenza a crescere a un ritmo più rapido (2,2% nel primo trimestre 2009, a fronte dell'1,6% nel trimestre precedente). L'aumento del costo unitario del lavoro potrebbe rispecchiare in parte un rallentamento ciclico della produttività e l'adeguamento ritardato dell'occupazione al calo del prodotto, ma è anche probabilmente imputabile al diverso grado di flessibilità salariale. Nelle economie dell'area dell'euro, ad esempio, la capacità delle imprese di ridurre il costo del lavoro potrebbe essere limitata da una certa rigidità verso il basso delle retribuzioni nominali.

Il costo del lavoro è ancora in aumento

Siffatte incertezze evidenziano il ruolo chiave delle aspettative inflazionistiche. Le attese a breve termine delle famiglie nelle economie del G3 sono calate sensibilmente da metà 2008, ma quelle a lungo termine sono rimaste relativamente stabili (grafico IV.10). Il rischio è che un ulteriore forte abbassamento delle aspettative a breve, unito a dubbi sulla capacità delle politiche di contrastare la recessione, possa indurre le famiglie a posticipare la spesa, determinando un calo del tasso di inflazione più consistente del previsto o persino un periodo prolungato di discesa dei prezzi. Tuttavia, se gli operatori fondano le proprie decisioni di spesa sulle aspettative a lungo termine, il rischio di deflazione sarà considerevolmente minore. Esiste inoltre il pericolo di un aumento delle attese di inflazione a lungo termine qualora fra gli operatori privati si diffonda la convinzione che l'onere del debito pubblico non sarà gestibile senza una più alta inflazione che eroda il valore del debito stesso⁷.

Molto dipende dalle aspettative inflazionistiche

⁷ Cfr. H. Hannoun, "Long-term sustainability versus short-term stimulus: is there a trade-off?", discorso pronunciato in occasione della 44^a conferenza dei Governatori delle banche centrali del Sud-Est asiatico (SEACEN), Kuala Lumpur, 7 febbraio 2009.

Sintesi

La crisi finanziaria mondiale ha provocato una recessione senza precedenti, accentuata da un rapido calo nei volumi degli scambi commerciali, da gravi tagli occupazionali e da una massiccia perdita di fiducia. L'intensità e la durata della contrazione ciclica restano incerte. Nei paesi industriali vi sono indicazioni secondo cui il rapido decremento della spesa osservato dal quarto trimestre 2008 ha cominciato a rallentare. Tuttavia, una ripresa robusta e duratura in tali paesi potrebbe risultare difficile, dati gli sforzi di famiglie e imprese finanziarie per riequilibrare i propri bilanci. Nondimeno, le consistenti misure di stimolo fiscale e l'eccezionale allentamento monetario in diversi paesi dovrebbero contribuire ad arrestare la recessione. Il compito dei responsabili delle politiche nel breve periodo sarà quello di assicurare una ripresa duratura. Nel medio periodo esso consisterà invece nell'assicurare che le politiche vengano adeguatamente corrette, in modo da preservare la stabilità delle aspettative inflazionistiche a lungo termine.