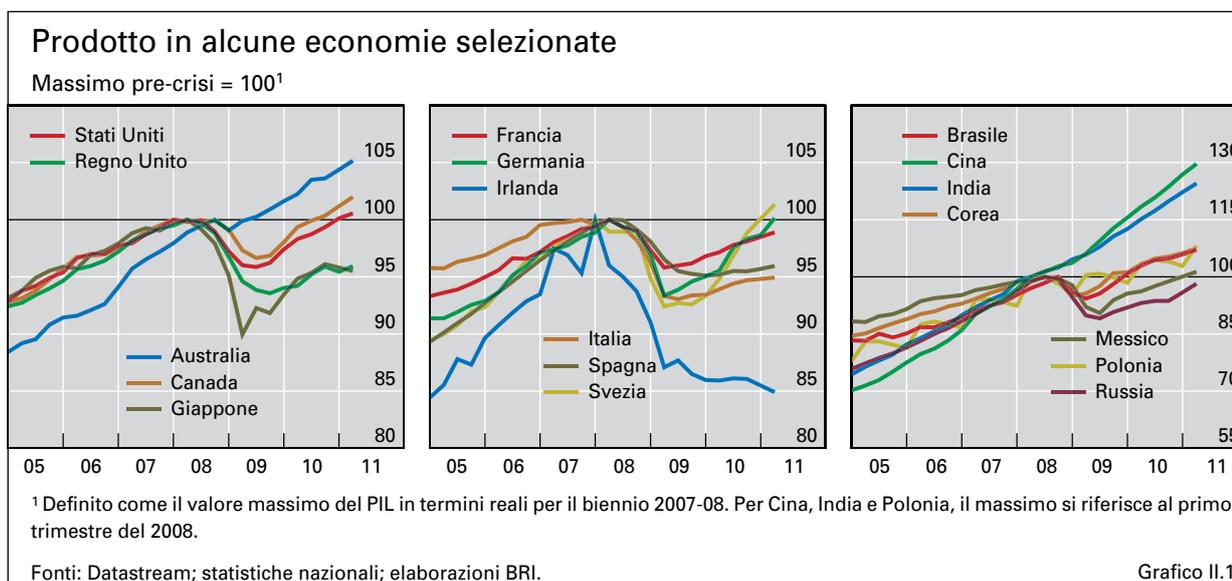


II. Costruire nuove fondamenta per una crescita sostenibile

Gli squilibri che avevano accompagnato il boom in varie economie avanzate sono oggi ancora presenti. In alcuni di questi paesi i settori finanziario e delle costruzioni sono cresciuti a dismisura rispetto al resto dell'economia ed è possibile che debbano ridimensionarsi. Il debito accumulato durante il boom edilizio ha reso le famiglie e le imprese più vulnerabili di fronte a futuri shock e rischia di gravare sulla crescita. Durante gli anni di espansione economica molti governi avevano ridotto l'indebitamento, in alcuni casi anche in misura considerevole. Tuttavia, appare oggi palese che il miglioramento dei conti pubblici era in buona parte collegato direttamente o indirettamente al boom delle costruzioni, e quindi di natura transitoria.

Sono trascorsi ormai quasi tre anni dal momento in cui il dissesto di Lehman Brothers innescò in molte economie avanzate la più forte contrazione dell'attività economica dall'epoca della Grande Depressione, eppure nella maggioranza dei casi il prodotto resta uguale o inferiore al livello pre-crisi (grafico II.1, diagrammi di sinistra e centrale). La persistenza degli squilibri che hanno condotto alla crisi è una delle ragioni per cui in tali casi la ripresa è stata finora così esitante.

Nelle economie emergenti la crescita è stata in genere assai più sostenuta (grafico II.1, diagramma di destra), ma alcune di esse rischiano parimenti di accumulare squilibri. Ad esempio, in taluni casi i prezzi delle abitazioni stanno salendo a ritmi che ricordano quelli osservati in certe economie avanzate durante il boom edilizio precedente la crisi, e il debito privato è in rapida ascesa. Vero è che questo aumento avviene a partire da livelli modesti, ma è altrettanto vero che lo stesso accadde agli inizi degli anni 2000 in alcune economie avanzate, come Irlanda e Spagna.



La prima sezione di questo capitolo descrive brevemente la crescita e i connessi squilibri durante gli anni del boom edilizio. Le successive tre sezioni analizzano gli squilibri settoriali, l'indebitamento del settore privato e le sfide di politica fiscale. Nella sezione finale sono delineate alcune conclusioni per la politica economica.

Squilibri, crisi finanziarie e crescita

La crisi finanziaria globale ha avuto costi enormi sotto vari aspetti, non da ultimo in termini di mancata crescita. Nelle maggiori economie avanzate il PIL sembra in procinto di ritornare sui livelli pre-crisi ma, con la possibile eccezione dell'Australia, resta ben al disotto del livello che avrebbe raggiunto se queste stesse economie avessero continuato il sentiero di crescita seguito prima della crisi. Per recuperare le perdite sarebbe pertanto necessario un lungo periodo di espansione superiore alla media, ma sfortunatamente per varie ragioni ciò appare alquanto improbabile. In primo luogo, le perdite causate dalla Grande Recessione, come la distruzione di capitale umano dovuta alla disoccupazione di lunga durata, potrebbero gravare sulla crescita negli anni a venire¹. In secondo luogo, negli anni anteriori alla crisi l'espansione economica era stata stimolata da una serie di squilibri insostenibili, la cui correzione potrebbe ora rallentare la crescita fintantoché gli eccessi non saranno riassorbiti.

È improbabile che le perdite di prodotto causate dalla crisi verranno recuperate ...

La presenza di tali squilibri implica altresì che un'estrapolazione della crescita pre-crisi non costituisce né una corretta matrice per valutare lo stato della ripresa, né un'utile guida per la conduzione delle politiche. Parte del capitale (fisico e umano) accumulato durante gli anni di boom è meno utile di quanto ritenuto allora, e una quota consistente degli investimenti nel settore delle costruzioni e della finanza rientra senz'altro in questa categoria. L'insostenibilità della crescita pre-crisi deve anch'essa trovare riflesso nelle misure del prodotto potenziale, che rappresentano un dato importante nel dibattito di politica economica. Per poter essere utili, tali misure, soprattutto quelle basate su stime dello stock di capitale fisico e umano, devono essere modificate per tenere conto di questa obsolescenza².

L'esperienza storica sembra confermare l'opinione che le crisi bancarie sistemiche possono avere effetti negativi durevoli, forse permanenti, sul potenziale di crescita. Una recente rassegna della letteratura sui costi delle crisi finanziarie mostra come di norma la crescita post-crisi non sia sufficiente a ripristinare il precedente trend del PIL³. In altri termini, è probabile che il prodotto perso durante la crisi non sarà mai più recuperato.

... come paiono indicare le crisi precedenti

I problemi che affliggono oggi le economie avanzate traggono origine dal boom pre-crisi. In molte di queste economie i prezzi delle case erano saliti

Il boom dei prezzi delle abitazioni ...

¹ Ad esempio, secondo i dati OCSE negli USA la quota delle persone disoccupate da oltre un anno sulla disoccupazione totale è salita dal 10,0% nel 2006 al 16,3% nel 2009.

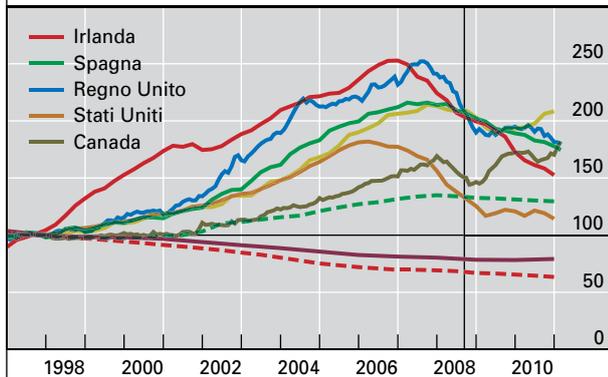
² Cfr. P. Gerlach, "Output gap globale: problematiche di misurazione e disparità regionali", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2011 (versione integrale disponibile solo in inglese).

³ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *An Assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, agosto 2010.

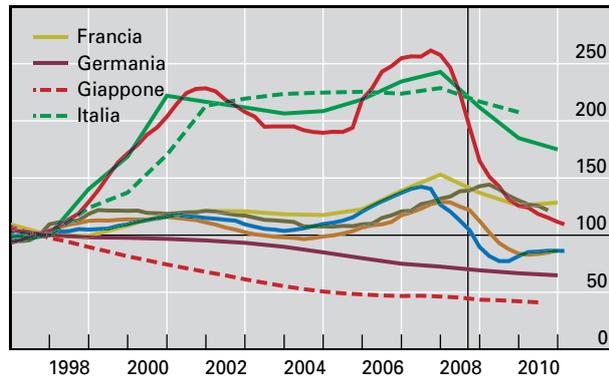
Prezzi in termini reali degli immobili residenziali e commerciali¹

Media 1997 = 100

Immobili residenziali



Immobili commerciali



La linea verticale indica il 15 settembre 2008, data in cui Lehman Brothers ha richiesto l'ammissione alla procedura fallimentare ai sensi del Chapter 11.

¹ Deflazionati per i prezzi al consumo.

Fonti: varie associazioni del settore immobiliare; statistiche nazionali.

Grafico II.2

fortemente negli anni precedenti la crisi (grafico II.2), e i paesi in cui il fenomeno era stato più marcato sono spesso gli stessi che hanno maggiormente sofferto in seguito. Ne sono un esempio l'Irlanda, il Regno Unito e la Spagna. Esistono tuttavia eccezioni. La Francia, dove i prezzi delle case erano aumentati quasi come in Spagna, è stata risparmiata da molti dei problemi del settore finanziario che hanno colpito altri paesi. La Germania e il Giappone, dove il valore delle abitazioni non aveva registrato a livello aggregato alcun incremento, figurano invece fra le economie avanzate che hanno subito le contrazioni più marcate (seppure di breve durata) del prodotto⁴.

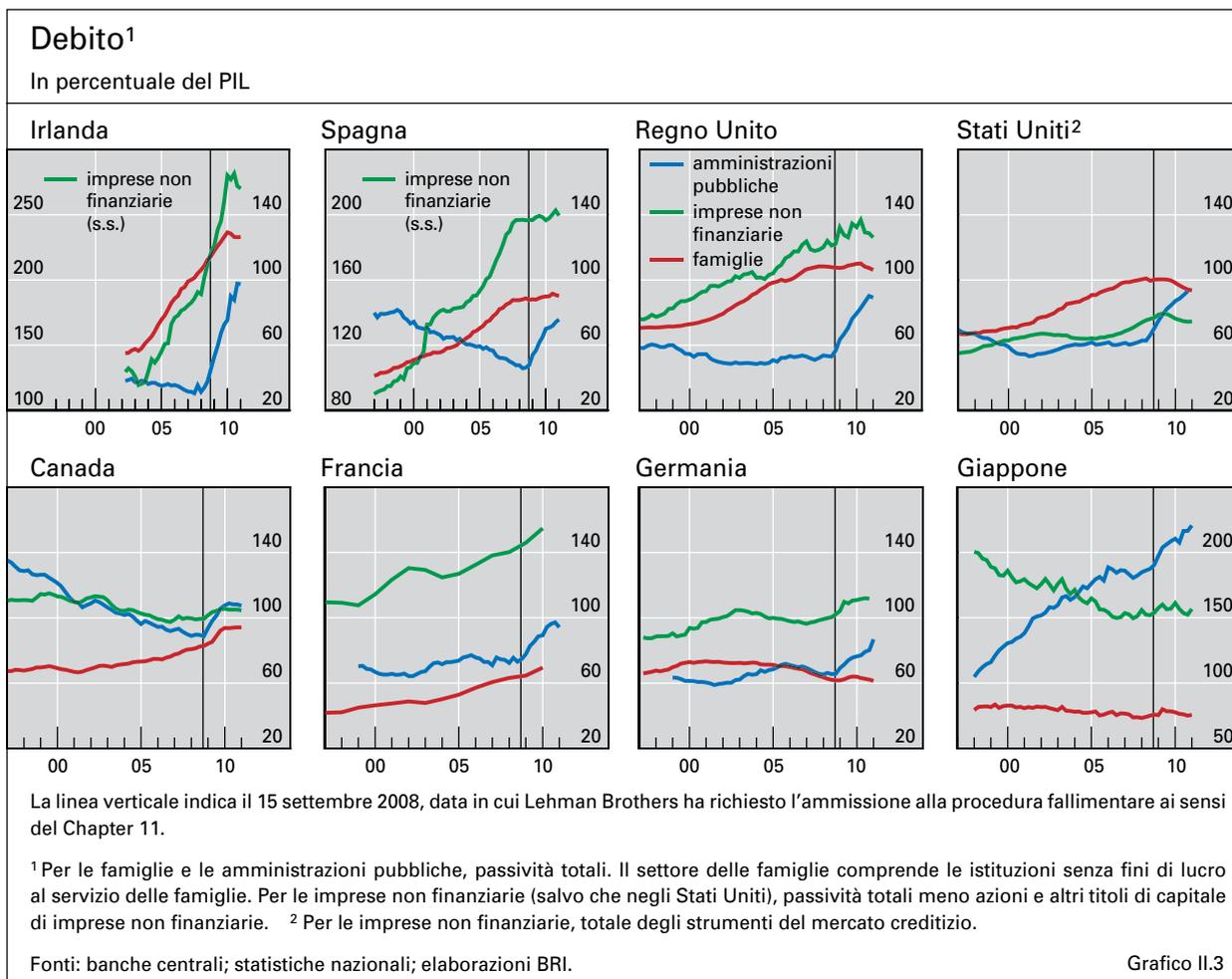
... è stato alimentato dal crescente debito del settore privato

L'apprezzamento degli immobili era stato alimentato da una forte espansione del credito alle famiglie e alle imprese⁵. Il rapporto fra il debito delle famiglie e il PIL (grafico II.3) era salito in tutti i paesi interessati da un boom edilizio, superando di molto i trend di lungo periodo. Anche le società non finanziarie avevano accresciuto il proprio indebitamento, con la notevole eccezione di quelle statunitensi. Come mostra il diagramma di sinistra del grafico, gli indici di debito delle imprese non finanziarie avevano segnato incrementi particolarmente forti in Irlanda e Spagna, dove gran parte dei fondi mutuati è stata impiegata per finanziare investimenti immobiliari. Ciò detto, l'espansione del debito risultava assai più modesta se raffrontata al valore di mercato dei portafogli immobiliari finanziati. Nel caso della Spagna il rapporto debito/attività totali delle società immobiliari era salito dal 50% nel 2000 al 63% nel 2007.

Il boom dell'edilizia abitativa e del credito hanno modificato la composizione settoriale del prodotto. Il peso relativo del settore delle costruzioni è aumentato in tutti i paesi in cui i prezzi delle case sono saliti. Ad esempio, nel 2007 in

⁴ La caduta del prodotto in questi due paesi è stata causata non tanto da problemi di origine interna, quanto soprattutto dalla contrazione dell'interscambio mondiale.

⁵ Cfr. BRI, 80ª Relazione annuale, giugno 2010, pagg. 11-13.



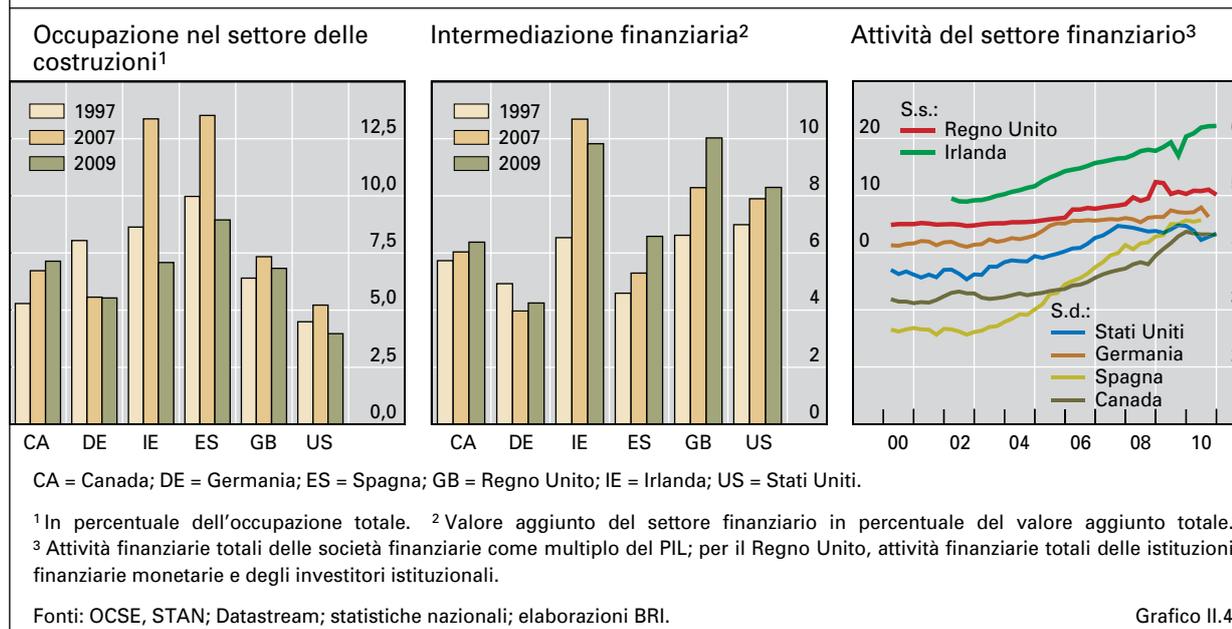
Spagna tale settore impiegava il 13% dei lavoratori, contro il 10% un decennio prima (grafico II.4, diagramma di sinistra). In Irlanda tale quota era salita in misura ancora maggiore, dall'8½% al 13%. Un quadro analogo emerge misurando l'incidenza delle costruzioni sul valore aggiunto totale⁶. Anche in Canada, nel Regno Unito e negli Stati Uniti è cresciuta la quota del settore costruzioni sull'occupazione totale e sul PIL, ma assai meno che in Irlanda e Spagna.

La forte espansione del credito per l'acquisto di abitazioni accompagnatasi all'ascesa dei prezzi immobiliari è stata una delle cause della rapida crescita del settore finanziario nel periodo pre-crisi. In base a quasi tutti i parametri l'espansione più forte si è avuta in Irlanda, dove l'attivo di bilancio delle istituzioni finanziarie è salito da 10 volte il PIL nel 2002 (un livello già alto) a oltre 20 volte alla vigilia della crisi (grafico II.4, diagramma di destra). L'incidenza dell'intermediazione finanziaria sul valore aggiunto totale è aumentata dal 6% circa nel 1997 a più del 10% nel 2007 (diagramma centrale). È vero che parte di questo incremento è attribuibile a istituzioni di proprietà estera, insediate a Dublino ma con scarse connessioni con il resto dell'economia irlandese; tuttavia, anche i bilanci delle banche nazionali si sono fortemente

La domanda di mutui ipotecari stimola la crescita del settore finanziario

⁶ Fra il 1997 e il 2007 la quota del settore costruzioni sul PIL è salita dal 6% al 10% in Spagna e dal 5 all'8% in Irlanda.

Boom nei settori delle costruzioni e dell'intermediazione finanziaria



dilatati. La Spagna, che a differenza dell'Irlanda non è un centro finanziario offshore, ha parimenti visto espandersi rapidamente i bilanci delle proprie banche: il rapporto fra le attività bancarie e il PIL è salito da un livello stabile di 2,6 negli anni 2000-03 a un valore superiore a 4 poco prima della crisi finanziaria.

Il calo dei prezzi delle abitazioni rivela debolezze strutturali

La rapida crescita indotta dal boom immobiliare e creditizio, e la connessa espansione dei settori edilizio e finanziario si sono in definitiva rivelate insostenibili. Ciò è apparso evidente quando i prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti hanno dapprima cessato di crescere nel 2006 e quindi iniziato a calare. I primi a rendersi inadempienti sono stati i mutuatari la cui solvibilità si fondava esclusivamente su un'ulteriore ascesa dei prezzi immobiliari. Allorché questi hanno invece continuato a scendere, le perdite si sono propagate dal segmento *subprime* a quello dei mutui di qualità superiore. Negli altri paesi i prezzi delle abitazioni sono giunti al punto di svolta leggermente più tardi, e anche le svalutazioni di mutui ipotecari sono aumentate dopo, rimanendo generalmente più contenute che negli Stati Uniti. Nondimeno, in alcune economie come Irlanda, Regno Unito e Spagna si è assistito a un deciso incremento dei prestiti in sofferenza verso le società non finanziarie, in particolare quelle di sviluppo immobiliare.

Si riduce il settore delle costruzioni ...

La crisi finanziaria e la Grande Recessione che ne è seguita hanno causato una netta inversione dei trend settoriali. Il comparto delle costruzioni si è ridotto ancora più velocemente di quanto fosse cresciuto prima della crisi, probabilmente a causa del grande stock di abitazioni invendute. Il ritmo di contrazione del settore abitativo in Spagna e Irlanda dal 2007 al 2009 è risultato assai più rapido anche rispetto a quello osservato nella fase recessiva dei cicli edilizi di altri paesi. Ad esempio, in Germania la quota dei lavoratori attivi nelle costruzioni sugli occupati totali era diminuita dall'8,5% toccato

all'apice del boom seguito alla riunificazione nel 1995 al 5,5% nel 2006, segnando una variazione di 3 punti percentuali nell'arco di circa dieci anni. In Spagna e in Irlanda, per contro, tale quota è scesa rispettivamente di 4 e 6 punti in appena tre anni⁷.

Il settore finanziario non ha invece mostrato segni di ridimensionamento. La sua incidenza sul valore aggiunto aggregato ha subito un leggero calo in Irlanda, ma è aumentata in Spagna e negli Stati Uniti. Il totale delle attività del settore in rapporto al PIL ha continuato a crescere quasi ovunque, in parte grazie al sostegno senza precedenti fornito dalle autorità.

... ma non quello finanziario

Le finanze statali hanno subito un forte deterioramento durante la crisi e da allora non sono migliorate in modo sostanziale. I massicci esborsi dei governi per salvare il sistema finanziario sono solo uno dei motivi del brusco ampliamento dei disavanzi. Unitamente alla contrazione degli introiti fiscali e all'aumento generalizzato della spesa con l'avvento della recessione, essi hanno condotto a squilibri di bilancio che non hanno precedenti in tempo di pace. Un'altra ragione della debolezza dei conti pubblici è stata la sovrastima del prodotto potenziale, o sostenibile, durante gli anni di alta congiuntura. In effetti, il boom edilizio alimentato dal credito aveva fatto lievitare le entrate fiscali, ma queste si sono rapidamente assottigliate nel corso della crisi. Alcuni paesi hanno utilizzato l'accresciuto gettito fiscale per ridurre il rapporto debito pubblico/PIL (grafico II.3), ma parte di tale gettito è stata assorbita da maggiori uscite.

I conti pubblici peggiorano fortemente a causa delle maggiori uscite

Squilibri settoriali

La crescita negli anni precedenti la crisi finanziaria si è contraddistinta per un ruolo preponderante dei settori delle costruzioni e finanziario, in progressiva sovradilatazione. La loro rapida espansione ha avuto probabilmente l'effetto di ridurre la crescita nel resto dell'economia. Vero è che nel caso del settore finanziario, il quale influisce sull'allocazione del capitale nell'intero sistema economico, un'espansione può di fatto stimolare la crescita complessiva. Tuttavia, l'intermediazione finanziaria e le costruzioni, come qualsiasi altra attività economica, con la loro crescita possono finire per sottrarre risorse al resto dell'economia. L'espansione del settore delle costruzioni ad alta intensità di capitale rende più difficile per gli altri settori attrarre capitale, mentre un'espansione massiccia dell'intermediazione finanziaria rende probabilmente più difficile per altri settori ad alta intensità di conoscenza attrarre manodopera altamente qualificata⁸.

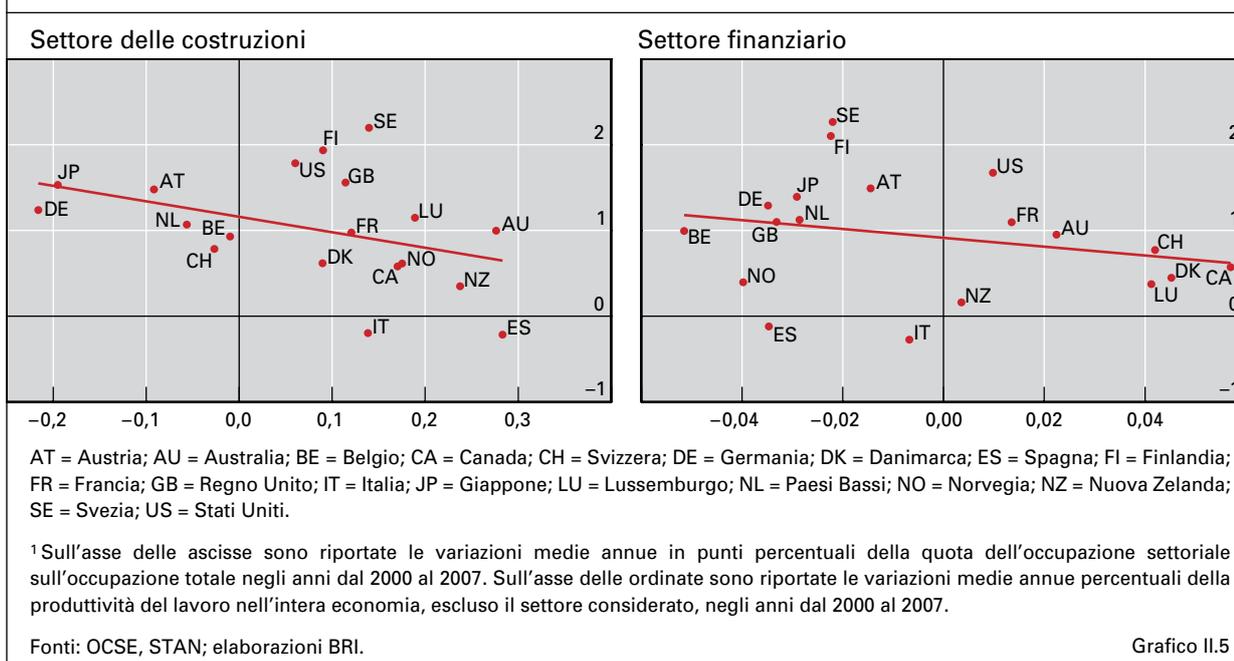
Crescita squilibrata

In effetti, l'evidenza empirica tratta da più paesi mostra che la forte espansione delle costruzioni e dell'intermediazione finanziaria negli anni del boom è coincisa con una più bassa crescita della produttività negli altri settori

⁷ Per una trattazione più approfondita dei passati boom edilizi cfr. BRI, *76ª Relazione annuale*, giugno 2006, pagg. 28-30.

⁸ Cfr. T. Philippon e A. Resheff, "Wages and human capital in the US financial industry: 1909-2006", *NBER Working Papers*, n. 14644, gennaio 2009.

Crescita della produttività e squilibri settoriali¹



(grafico II.5). L'esempio più notevole è la Spagna, dove dal 2000 al 2007 la quota degli occupati nelle costruzioni (asse delle ascisse nel diagramma di sinistra) è aumentata in media di 0,3 punti percentuali l'anno, mentre il resto dell'economia non ha praticamente registrato alcun guadagno di produttività (asse delle ordinate). Lo stesso effetto, sebbene di portata minore, sembra scaturire dall'attività finanziaria (grafico II.5, diagramma di destra)⁹. Un'analisi econometrica più rigorosa indica tuttavia che nel caso dell'intermediazione finanziaria tale effetto potrebbe essere stato ancora maggiore di quello prodotto dal settore delle costruzioni (cfr. il riquadro).

Altri settori dovranno sostituirsi alle costruzioni e ai servizi finanziari nel ruolo di motori della crescita. Al momento è difficile dire quali, giacché la performance passata non è necessariamente un buon indicatore per il futuro. In particolare, la probabile stagnazione (in termini relativi o assoluti) delle costruzioni e della finanza potrebbe liberare risorse impiegabili altrove, sempreché le autorità non impediscano tale riallocazione mediante sussidi o altre misure che preservano lo statu quo.

Riduzione del debito privato

La riduzione del debito ...

Molti dei prestiti erogati durante il boom edilizio, specie nella sua fase finale, sono stati concessi basandosi in modo esplicito o implicito sull'assunto che i prezzi delle abitazioni avrebbero continuato a salire. Tale presunzione si è dimostrata errata, ed è quindi naturale che sia i prestatori sia i mutuatari abbiano reagito adeguando i livelli desiderati di esposizione alla nuova realtà.

⁹ Il fatto che la relazione negativa sia meno chiara nel caso dell'intermediazione finanziaria potrebbe essere riconducibile ai già citati effetti positivi che può produrre un'espansione del settore finanziario.

Effetto degli squilibri finanziari sulla crescita: il caso del settore manifatturiero

Nella letteratura economica l'espansione del settore finanziario è generalmente associata a una più elevata crescita del PIL. In effetti, i settori con difficoltà di finanziamento dovrebbero trarre beneficio da un maggiore sviluppo del settore finanziario. L'esperienza recente induce tuttavia a una valutazione più sfumata. Una rapida crescita del credito e dei prezzi delle attività può gonfiare la redditività degli intermediari finanziari al punto da sottrarre risorse agli altri settori. L'ipotesi è che a risentirne maggiormente dovrebbero essere quei settori che, come quello finanziario, fanno massiccio ricorso a manodopera altamente qualificata. Al fine di verificare questa ipotesi utilizziamo la propensione a condurre attività di ricerca e sviluppo (R&S) come *proxy* della domanda di manodopera altamente qualificata. Considerando il settore manifatturiero, individuiamo al suo interno i comparti che presentano un'intensità di R&S relativamente maggiore. Verifichiamo quindi se una forte espansione del settore finanziario (e, separatamente, del settore delle costruzioni) produca un effetto più che proporzionale sulla crescita dei comparti manifatturieri ad alta intensità di R&S rispetto a quelli a bassa intensità. I coefficienti negativi riportati nella tabella II.A per la crescita del valore aggiunto e dell'occupazione nei settori finanziario e delle costruzioni (prima e terza riga e quinta e settima riga) confermano la presenza di tale effetto, il quale risulta più vigoroso per il settore finanziario che non per quello delle costruzioni.

Squilibri settoriali, intensità di R&S e crescita del settore manifatturiero

Variabile dipendente: tasso di crescita del valore aggiunto in termini reali

Interazione dell'intensità di R&S con la quota o la crescita del settore in termini di valore aggiunto od occupazione ¹	Intensità di R&S ²							
	Valore aggiunto				Settore manifatturiero			
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(vi)	(vii)	(viii)
Settore finanziario:								
Valore aggiunto:								
Crescita³	-3,73***				-2,36***			
Quota iniziale nell'economia totale ⁴	11,58				5,35			
Occupazione:								
Crescita³		-7,12**				-5,58***		
Quota iniziale nell'economia totale ⁴		32,13				21,45**		
Settore delle costruzioni:								
Valore aggiunto:								
Crescita³			-5,36***				-2,40***	
Quota iniziale nell'economia totale ⁴			-9,14				-19,71	
Occupazione:								
Crescita³				-5,33***				-2,27*
Quota iniziale nell'economia totale ⁴				12,6				11,45
<i>Per memoria:</i>								
<i>numero di osservazioni</i>	317	317	338	338	309	309	330	330
<i>R²</i>	0,36	0,325	0,355	0,325	0,339	0,325	0,331	0,302

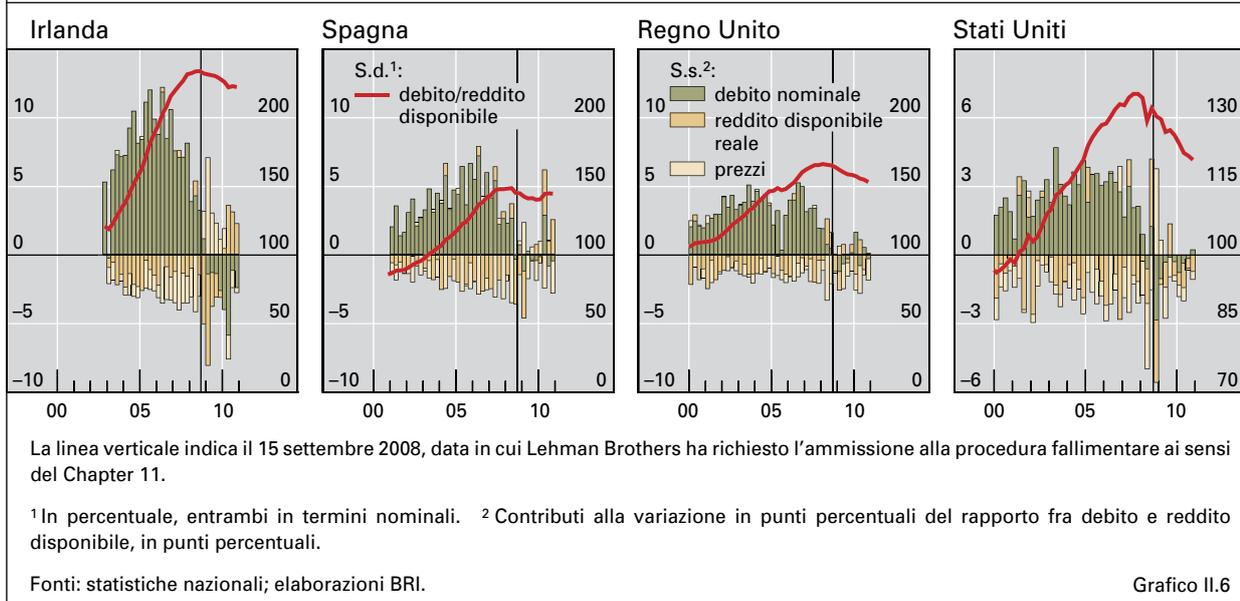
I parametri sono stimati mediante una regressione dei minimi quadrati generalizzati basata su un campione trasversale di paesi e comparti settoriali comprendente 18 paesi OCSE e 27 comparti del settore manifatturiero. La variabile dipendente (ossia il tasso di crescita del valore aggiunto in termini reali) è calcolata per ciascun comparto e ciascun paese del campione nel periodo 2000-07. Le stime comprendono variabili *dummy* per paese e per comparto, nonché una variabile di controllo per le condizioni iniziali (il logaritmo della quota del valore aggiunto del comparto nel 2000 sul valore aggiunto del settore manifatturiero nel 2000 per ciascun comparto in ciascun paese del campione). ***/**/* denotano significatività statistica ai livelli dell'1/5/10%.

¹ Le variabili esplicative sono definite come prodotto delle variabili indicate. ² Rapporto fra gli investimenti in R&S e il valore aggiunto (colonne da (i) a (iv)) ovvero gli investimenti totali in R&S (colonne da (v) a (viii)) per il corrispondente comparto negli Stati Uniti (paese che ai fini dell'analisi rappresenta la frontiera tecnologica) nel periodo 1980-89. ³ Calcolata per il periodo 2000-07. ⁴ Calcolata per l'anno 2000.

Fonte: elaborazioni BRI basate su dati OCSE STAN.

Tabella II.A

Debito delle famiglie



... è cominciata ...

In Irlanda, Spagna, Regno Unito e Stati Uniti le famiglie hanno iniziato a ridurre il rapporto debito/reddito (grafico II.6), seppure in misura differente. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove il processo è più avanzato, l'indebitamento delle famiglie è sceso di circa 15 punti percentuali, portandosi rispettivamente al 120 e 150% del reddito disponibile. In Spagna l'indice è sceso di 8 punti fra il 2008 e gli inizi del 2010, ma in seguito è nuovamente salito. Nel caso delle famiglie irlandesi la riduzione è stata di 7 punti rispetto al livello massimo.

... ma l'esperienza storica indica che il processo è ancora incompiuto

L'esperienza storica fa ritenere che il processo di riduzione del debito sia destinato a continuare. In passato, quasi tutte le crisi bancarie sistemiche precedute da un aumento del rapporto credito/PIL sono state seguite da diminuzioni sostanziali di tale indice¹⁰. L'ampiezza del calo varia a seconda degli episodi, ma in generale è stata considerevole. Mediamente il rapporto credito privato/PIL è sceso di 38 punti percentuali su un periodo di circa cinque anni. L'entità della riduzione è stata solo di poco inferiore a quella dell'aumento intervenuto prima della crisi (in media pari a 44 punti).

Fattori di riduzione del debito

Il rapporto debito/reddito delle famiglie e degli altri settori può essere ridotto essenzialmente in quattro modi: 1) rimborso; 2) insolvenza, svalutazione o remissione del debito; 3) aumento del reddito reale disponibile; 4) inflazione, riducendo il valore reale del debito¹¹. I dati disponibili consentono di disaggregare la diminuzione del rapporto fra debito e reddito disponibile in tre delle suddette componenti (grafico II.6): rimborso/insolvenza (senza distinguere

¹⁰ Cfr. G. Tang e C. Upper, "La riduzione del debito dopo le crisi", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2010 (testo integrale disponibile solo in inglese). I risultati cui pervengono gli autori si basano su un campione di 20 crisi bancarie sistemiche precedute da un aumento del rapporto fra credito al settore privato non finanziario e PIL. Fatta eccezione per tre casi (Argentina 1995, Paraguay 1995 e Corea 1997) le crisi sono state seguite da un periodo di forte riduzione del debito.

¹¹ Assumendo che i contratti di prestito siano espressi in termini nominali, come avviene generalmente nelle economie qui considerate.

fra le due modalità¹², indicato come “debito nominale” nel grafico), crescita del reddito in termini reali (“reddito disponibile reale”) e inflazione (“prezzi”)¹³. L’incidenza dei fattori differisce secondo i paesi. Le famiglie hanno ridotto i propri livelli di debito nominale in tutti e quattro i paesi considerati nel grafico II.6, con in testa l’Irlanda seguita dagli Stati Uniti. Il reddito disponibile reale ha mostrato maggiore capacità di tenuta durante la crisi, continuando a crescere anche quando il PIL è calato, facendo così scendere l’indice di indebitamento. In Irlanda e, in minor misura, negli Stati Uniti, l’effetto delle componenti rimborso/insolvenza e crescita del reddito disponibile reale è stato almeno in parte neutralizzato da un calo dei prezzi al consumo all’indomani della crisi, che ha accresciuto il valore reale del debito.

Le determinanti della riduzione del debito sono mutate nel corso del tempo. In Irlanda e Spagna la crisi si è rivelata più strutturale di quanto non apparisse inizialmente, e nel 2010 il reddito disponibile ha cominciato a calare, spingendo nuovamente al rialzo l’indice del debito.

Per inquadrare correttamente il problema del debito è opportuno considerare quale sarebbe l’impatto sulla crescita qualora gli indici di debito non venissero ridotti. Gli elevati livelli di indebitamento rendono le famiglie (e le imprese) più vulnerabili di fronte a shock anche modesti. In una recente indagine oltre un quinto delle famiglie statunitensi con debito ipotecario ha riferito che l’ammontare del prestito in essere eccedeva il valore della propria abitazione¹⁴. La proporzione risultava ancora maggiore fra i giovani e i residenti negli stati in cui si erano verificati incrementi particolarmente forti dei prezzi immobiliari, ossia proprio quei gruppi che più facilmente hanno perso l’impiego durante la recessione o che comunque hanno visto contrarsi il proprio reddito. In alcuni paesi europei la grande maggioranza dei mutui ipotecari è collegata ai tassi a breve del mercato monetario. Questi tassi si trovano ora a un livello molto basso, ma prima o poi aumenteranno, aggravando l’onere debitorio delle famiglie e accentuando ulteriormente la loro vulnerabilità nel caso in cui gli indici di indebitamento restino elevati.

Ciò detto, vi è il rischio che una rapida riduzione dell’indebitamento al fine di diminuire la vulnerabilità delle famiglie agli shock acceleri la caduta dei consumi privati. La politica economica non può controllare pienamente questo rischio. Essa può nondimeno facilitare la crescita in quei settori dell’economia che potrebbero rimpiazzare le costruzioni e i consumi privati come motori della ripresa.

Alcuni dei possibili modi per ridurre il debito, inoltre, sono di dubbia efficacia. Uno di questi è l’inflazione inattesa. È vero che un incremento imprevisto dell’indice dei prezzi tende a diminuire il valore reale delle passività,

L’elevato debito rende le famiglie vulnerabili agli shock

Come ridurre il debito?

¹² I due fattori sono difficilmente disaggregabili. Le svalutazioni non riducono necessariamente in proporzione 1:1 l’ammontare del debito in essere, in quanto gli acquirenti degli immobili espropriati possono accendere nuovi prestiti. Cfr. M. Brown, A. Haughwout, D. Lee e W. van der Klaauw, “The financial crisis at the kitchen table: trends in household debt and credit”, Federal Reserve Bank di New York, *Staff Reports*, n. 480, dicembre 2010.

¹³ Per i dettagli sulla disaggregazione cfr. Tang e Upper, op. cit.

¹⁴ Cfr. R. Chakrabarti, D. Lee, W. van der Klaauw e B. Zafar, “Household debt and saving during the 2007 recession”, Federal Reserve Bank di New York, *Staff Reports*, n. 482, gennaio 2011.

operando una redistribuzione di ricchezza dai prestatori (e in definitiva dai risparmiatori) ai mutuatari. D'altra parte, nella misura in cui i contratti salariali sono stilati in termini nominali, l'inflazione inattesa si accompagna generalmente a un abbassamento del reddito reale, che potrebbe neutralizzarne l'effetto sul valore reale del debito. Il trasferimento di ricchezza, inoltre, non ha luogo se l'incremento dell'inflazione è previsto. In questo caso tale incremento tende a far salire i tassi di interesse nominali, accrescendo così i costi per il servizio del debito. A sua volta ciò agisce alla stregua di un'accelerazione forzata del rimborso. A prescindere dal fatto che sia attesa o inattesa, l'inflazione comporta comunque notevoli costi di lungo periodo in termini di credibilità della banca centrale¹⁵.

Debito pubblico e risanamento dei bilanci

Il debito pubblico è fortemente aumentato dopo la crisi ...

... anche per effetto degli stabilizzatori automatici

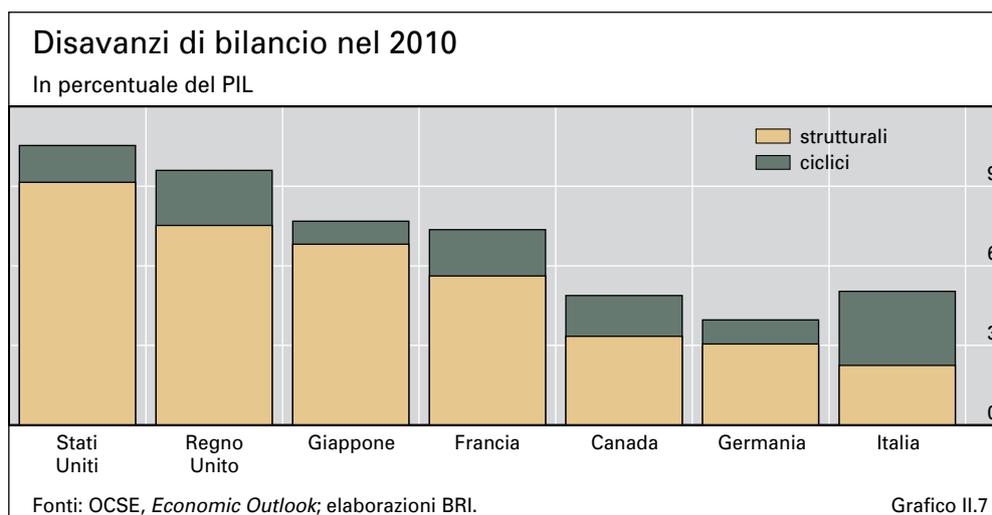
Il debito pubblico si è fortemente dilatato dopo il fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008 (tabella II.1), specie nei paesi in cui era in atto un boom edilizio. Il deterioramento delle finanze pubbliche è dovuto a una combinazione di minori entrate fiscali e maggiore spesa.

Vi sono ovvie ragioni per cui i disavanzi di bilancio aumentano durante le fasi recessive del ciclo. In effetti, grazie al sostegno fornito alla domanda, gli stabilizzatori automatici hanno contribuito a evitare che la Grande Recessione si trasformasse in un'altra Grande Depressione. Il problema è che a due anni dall'avvio della ripresa i disavanzi non mostrano alcun segno di miglioramento e il debito continua a crescere. Gli attuali disavanzi di bilancio sono in larga

Debito pubblico ¹					
In percentuale del PIL					
	2002	2007	2010	2011	2012
Stati Uniti	56,8	62,0	93,6	101,1	107,0
Area dell'euro	75,2	71,6	92,7	95,6	96,5
Germania	62,2	65,3	87,0	87,3	86,9
Francia	67,3	72,3	94,1	97,3	100,0
Italia	119,4	112,8	126,8	129,0	128,4
Spagna	60,3	42,1	66,1	73,6	74,8
Paesi Bassi	60,3	51,5	71,4	74,3	75,2
Belgio	108,4	88,1	100,7	100,7	100,4
Grecia	117,6	112,9	147,3	157,1	159,3
Portogallo	65,0	75,4	103,1	110,8	115,8
Irlanda	35,2	28,8	102,4	120,4	125,6
Giappone	152,3	167,0	199,7	212,7	218,7
Regno Unito	40,8	47,2	82,4	88,5	93,3
Totale OCSE	71,6	73,1	97,6	102,4	105,4

¹ Passività finanziarie lorde delle amministrazioni pubbliche; per il 2011 e il 2012, previsioni.
Fonte: OCSE, *Economic Outlook*, vol. 2011/1. Tabella II.1

¹⁵ In ogni caso, la più probabile forma di inflazione nelle economie avanzate nel breve periodo è quella dei costi (*cost-push*), a causa del rincaro delle materie prime. L'inflazione da costi riduce direttamente la capacità di spesa delle famiglie e delle imprese e rende quindi il debito ancora più gravoso.



parte di natura strutturale (grafico II.7), a indicazione che i governi devono fare di più per ristabilire l'equilibrio fiscale. Per giunta, è possibile che la componente ciclica dei deficit di bilancio sia sovrastimata se, come affermato sopra, le misure del prodotto potenziale sono distorte per eccesso.

Questa situazione di ampi disavanzi strutturali e di rapida crescita del debito contrasta con le eccedenze di bilancio e i disavanzi calanti osservati prima della crisi. Diversi paesi avevano approfittato degli anni di buona congiuntura per ridurre il debito pubblico. Fra il 2000 e il 2007 questo era infatti sceso sensibilmente in Canada, Irlanda, Regno Unito e Spagna ed era rimasto pressoché stabile in Francia e negli Stati Uniti. Tuttavia, tale evoluzione favorevole celava alcune vulnerabilità. In particolare, l'apparente solidità delle finanze pubbliche dipendeva da pochi settori molto dinamici quali l'edilizia e la finanza. Ad esempio, nel caso della Spagna, Suárez (2010) stima che al culmine del boom i settori delle costruzioni e dello sviluppo immobiliare abbiano gonfiato le entrate pubbliche in misura pari al 2,9% del PIL¹⁶.

L'idea che le finanze pubbliche possano essere fortemente dipendenti da specifici sviluppi settoriali è suffragata da un'analisi più sistematica. In effetti, gli introiti e il saldo di bilancio migliorano sensibilmente in presenza di un'espansione delle costruzioni, poste costanti le consuete determinanti della posizione fiscale (grafico II.8, diagramma di sinistra). Ad esempio, si stima che l'aumento di 1 punto percentuale della quota delle costruzioni sul valore aggiunto totale migliori il saldo di bilancio corretto per il ciclo in misura pari a 0,3 punti del PIL potenziale. Per contro, i cambiamenti nella dimensione relativa del settore dell'intermediazione finanziaria non paiono avere un impatto significativo sulla posizione netta delle finanze pubbliche. L'effetto specifico dei boom edilizi è pertanto quello di accrescere le entrate di bilancio. Tale effetto origina probabilmente da più fattori. Il gettito può crescere a causa della componente una tantum associata al boom, ma anche la sovrastima del

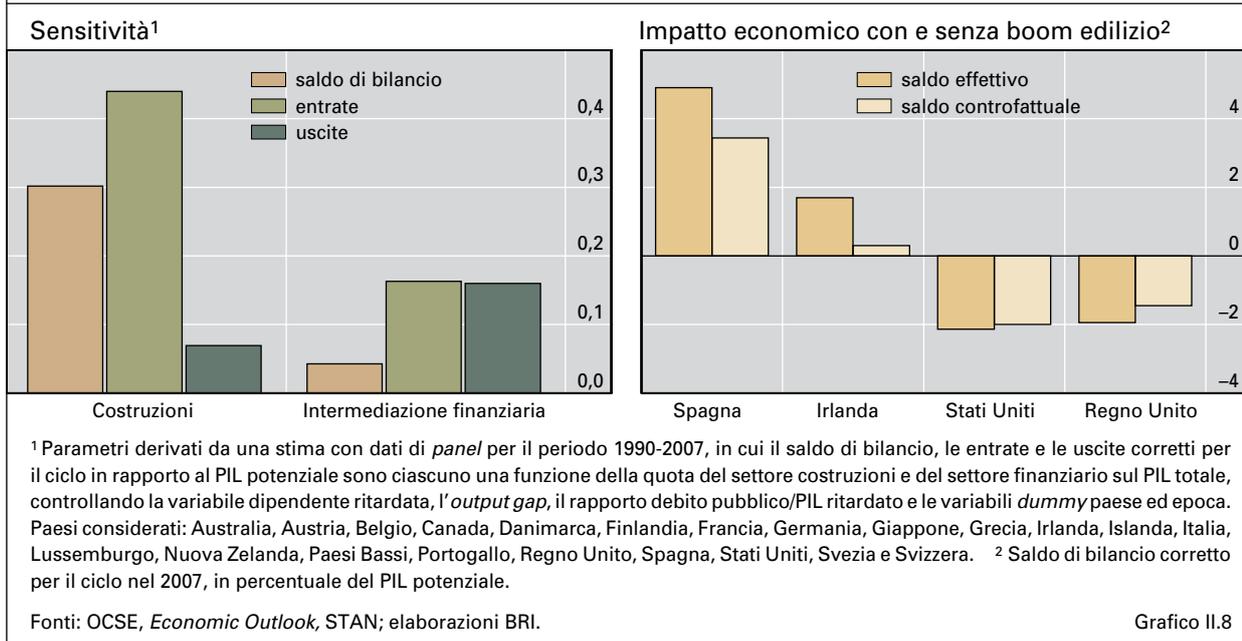
La riduzione del debito pubblico prima della crisi non era sostenibile ...

... in quanto dipendente dai settori edilizio e finanziario

La forte sensibilità delle entrate fiscali all'andamento vigoroso delle costruzioni ...

¹⁶ Cfr. J. Suárez, "The Spanish crisis: background and policy challenges", *CEPR Discussion Papers*, n. 7909, luglio 2010.

Saldi di bilancio nei periodi di boom edilizio e finanziario



prodotto potenziale contribuisce a migliorare la posizione fiscale corretta per il ciclo.

Sulla scorta di questi calcoli è possibile stimare come sarebbero apparse le posizioni fiscali qualora non vi fosse stato il boom edilizio (grafico II.8, diagramma di destra). Nel caso dell'Irlanda, ad esempio, risulta che l'avanzo di bilancio del 2007 era quasi interamente attribuibile all'espansione del settore delle costruzioni. In assenza del boom edilizio la posizione fiscale del paese sarebbe stata prossima al pareggio. In Spagna circa un terzo dell'eccedenza del 2007 pare dovuto alle costruzioni. Si tratta di un valore leggermente inferiore alla stima *bottom-up* di Suárez, ma pur sempre notevole¹⁷.

Il forte impatto del settore immobiliare sul gettito tributario implica che lo squilibrio fra entrate e uscite indotto dalla crisi non rientrerà facilmente nemmeno con la ripresa dell'economia. Ciò implica a sua volta che i governi non possono esimersi dall'adottare misure energiche a breve termine per correggere la posizione fiscale, in aggiunta a un programma credibile di medio periodo. Circostanze diverse richiederanno che vengano adottati approcci diversi al risanamento al fine di contenere i costi immediati in termini di crescita. Nondimeno, la politica fiscale può influenzare fortemente la riallocazione delle risorse attraverso misure quali la riduzione dei sussidi ai settori in declino e il sostegno alla riqualificazione dei lavoratori, che dovrebbero contribuire sia a stimolare la crescita sia ad abbassare la disoccupazione. A più lungo termine, da quanto detto emerge la necessità di andare oltre l'obiettivo del pareggio di bilancio nell'arco del ciclo. A prescindere da alcune ben note sfide per il futuro (come quella posta dall'invecchiamento demografico) la precedente analisi indica come il vero stato dei conti pubblici possa palesarsi

... potrebbe porre problemi per il futuro

¹⁷ Si stima che l'effetto sulle entrate sia pari al 2,2% circa del PIL, rispetto al 2,9% ottenuto da Suárez, op. cit.

solo nelle fasi contrattive, quando gli squilibri settoriali tendono a far svanire quella che di fatto era soltanto una dilatazione temporanea delle entrate.

Un ultimo ma non meno importante aspetto è che la situazione delle finanze pubbliche ha implicazioni di portata fondamentale per la stabilità finanziaria, il che impone ulteriore prudenza. Ad esempio, la perdita di valore dei titoli di Stato colpisce direttamente il merito di credito delle istituzioni detentrici e riduce l'entità delle garanzie che esse possono offrire per rifinanziarsi. Questo meccanismo sembrerebbe all'opera in Grecia, dove le banche hanno incontrato crescenti difficoltà di provvista dato il timore degli investitori per una possibile ristrutturazione del debito sovrano. Ma, soprattutto, il sostegno su vasta scala alle banche in difficoltà comporta un drenaggio enorme di fondi pubblici (l'Irlanda ne è un esempio) che non può essere riassorbito in assenza di una robusta posizione fiscale.

Conclusioni

Le principali conclusioni di questo capitolo sono che la crescita negli anni di boom precedenti la crisi era insostenibile e che gli squilibri accumulati durante quegli anni minacciano di ostacolare la ripresa nelle economie avanzate per qualche tempo ancora.

La crescita pre-crisi era insostenibile

È improbabile che in futuro l'edilizia e la finanza agiscano da motore della crescita com'era successo prima del 2007. In molti paesi è presente una grande quantità di immobili invenduti, e occorreranno vari anni prima che sia assorbita tale eccedenza. Analogamente, l'espansione del settore finanziario fino al 2006-07 è almeno in parte il risultato di una regolamentazione inadeguata, sicché è improbabile che possa ripetersi negli anni a venire (Capitolo V). Dovrà pertanto modificarsi la composizione settoriale dell'economia se si vogliono sfruttare nuove opportunità di sviluppo. Sostenere i settori in declino rischia di sottrarre risorse a quelli potenzialmente più dinamici.

La composizione settoriale dell'economia deve cambiare

I responsabili delle politiche dovrebbero parimenti rimettere in sesto il sistema bancario, affinché i settori che traineranno la crescita in futuro abbiano accesso a un credito sano. Ciò implica che le banche dispongano di un'adeguata base di capitale per assorbire le perdite e stralciare le attività di qualità inferiore. L'esperienza del Giappone alla metà degli anni novanta insegna che il mancato riconoscimento delle perdite conduce a un'allocazione distorta delle risorse, crea incertezza e inibisce così la crescita economica. Quando le banche non sono costrette a svalutare i crediti problematici (e a ridimensionare i propri bilanci), esse hanno di fatto l'incentivo a rinnovare *sine die* i crediti in sofferenza a favore di imprese che dovrebbero essere fallite¹⁸. In Giappone tale pratica aveva contribuito alla stagnazione impedendo la necessaria ristrutturazione e riducendo pertanto le opportunità di profitto per le aziende sane¹⁹. Fu solo dopo il 1998 che, grazie a un severo scrutinio dei prestiti in

Occorre risanare il sistema bancario per ripristinare la disponibilità del credito

¹⁸ Cfr. J. Peek ed E. Rosengren, "Unnatural selection: perverse incentives and the misallocation of credit in Japan", *American Economic Review*, vol. 95, n. 4, settembre 2005, pagg. 1144-1166.

¹⁹ Cfr. R. Caballero, T. Hoshi e A. Kashyap, "Zombie lending and depressed restructuring in Japan", *American Economic Review*, vol. 98, n. 5, dicembre 2008, pagg. 1943-1977.

sofferenza e a una seconda tornata di ricapitalizzazioni, le banche ripresero a erogare nuovi crediti.

La crescita favorirà la riduzione del debito

Il ritorno dell'economia su un sentiero di crescita grazie alle misure di politica economica sopra descritte aiuterà grandemente il necessario processo di riduzione del debito pubblico e privato. Tuttavia, pur avendo un ruolo essenziale, la crescita non può essere l'unico elemento di tale processo. Le famiglie stanno già destinando una parte significativa del proprio reddito al rimborso delle passività.

Sono necessari il risanamento delle finanze pubbliche ...

Il debito pubblico, per contro, continua ad aumentare. Gli ampi disavanzi di bilancio erano appropriati durante la crisi e nelle fasi immediatamente successive, allorché la politica fiscale espansiva aveva contribuito a evitare gli esiti peggiori. Ora però che la ripresa è avviata, il persistere di tali disavanzi sta diventando sempre più pericoloso. Il clima di mercato potrebbe mutare rapidamente, costringendo i governi ad adottare misure ancor più drastiche di quelle che sarebbero inizialmente necessarie.

Il risanamento delle finanze pubbliche non potrà certo avvenire dall'oggi al domani, ma deve iniziare subito. Per essere credibili le misure adottate, pur variando da un caso all'altro, dovranno affrontare le debolezze di fondo del quadro di politica fiscale. In vario grado a seconda dei paesi, sui conti pubblici gravano ingenti passività future collegate all'invecchiamento della popolazione²⁰, a prestazioni insostenibilmente elevate e a squilibri nelle

Boom nelle economie emergenti: rischio di cadere nella stessa trappola?										
In percentuale										
	Crescita reale del PIL	Inflazione	Espansione del credito		Credito/PIL	Saldo di bilancio delle AA.PP./PIL ¹	Saldo di bilancio strutturale delle AA.PP./PIL potenziale ¹	Debito pubblico/PIL ¹	Aumento dei prezzi delle abitazioni	
			2010	media 2006-10					2010	media 2006-10
Brasile	7,5	5,0	26,0	24,7	53,4	-2,9	-3,0	66,1
India	10,4	9,6 ²	26,8	21,8	53,5	-9,4	-10,0	72,2
Cina	10,3	3,3	20,3	20,2	132,0	-2,6	-2,9	17,7	10,6	11,3
			2006	media 2002-06			2006			media 2002-06
Irlanda	5,3	2,7	23,4	20,3	181,4	2,9	-4,2	24,8	13,6	10,7
Spagna	4,0	3,6	24,3	19,2	167,2	2,0	0,7	39,6	10,4	15,0
Regno Unito	2,8	2,3	13,3	10,6	170,8	-2,6	-2,8	43,1	6,3	11,1
Stati Uniti	2,7	3,2	9,6	8,3	58,9	-2,0	-2,0	61,1	7,1	8,1

¹ Stima aprile 2011. ² Prezzi all'ingrosso.
 Fonti: FMI, *Fiscal Monitor*, *World Economic Outlook*; CEIC; statistiche nazionali. Tabella II.2

²⁰ Cfr. BRI, *80ª Relazione annuale*, pagg. 68-70.

fonti di entrata, per citare solo tre fattori. In molti casi occorrerà tempo prima che i cambiamenti strutturali richiesti diano luogo a una riduzione dei disavanzi; è quindi importante che si cominci a porli in essere fin d'ora. Un preciso piano di attuazione fissato per legge renderebbe tali riforme più credibili e ridurrebbe l'incertezza sulle possibili misure di risanamento. Ciò detto, le promesse perdono di credibilità se il loro adempimento non può essere verificato.

Le sfide sul piano fiscale vanno però oltre l'esigenza immediata di ridurre i disavanzi e i livelli di indebitamento. Sono necessari cambiamenti più strutturali del sistema impositivo per evitare il ripetersi di boom creditizi come quelli all'origine della crisi. I sistemi attuali continuano a favorire l'accumulo di debito, ad esempio attraverso la deducibilità di taluni interessi passivi. Più in generale, data l'incidenza crescente che le entrate e uscite pubbliche avranno sul prodotto totale, le distorsioni connesse con la politica fiscale assumeranno un impatto sempre maggiore, cosicché possono essere benefiche anche riforme neutre sul piano del bilancio in grado di ridurre tali distorsioni.

La crisi ha messo a nudo importanti punti deboli nel quadro fiscale cui va posto rimedio. In particolare, la politica di bilancio non ha tenuto conto negli anni pre-crisi della sensibilità delle finanze pubbliche ai boom dei prezzi delle attività e del credito. Per non ripetere questo errore occorreranno misure più accurate dei disavanzi corretti per la ciclicità, che sappiano cogliere non soltanto l'impatto del normale ciclo economico, ma anche quello dei boom dei prezzi delle attività e del credito. Saranno inoltre necessarie regole di bilancio volte ad assicurare che gli aumenti temporanei delle entrate siano trattati come tali e non inducano un eccessivo ottimismo nel valutare la posizione fiscale.

Per giunta, la stretta interazione fra solidità fiscale e stabilità finanziaria emersa durante la crisi sottolinea come sia importante disporre di sufficiente margine di manovra per affrontare eventuali crisi future, non necessariamente causate dal settore finanziario. I governi confrontati a catastrofi naturali, ad esempio, saranno in grado di reagire con maggiore prontezza ed efficacia se potranno mobilitare ingenti risorse senza esaurire la loro capacità di indebitamento.

Al momento attuale molte economie emergenti sono interessate da elevati tassi di espansione, un boom del mercato delle abitazioni e un crescente indebitamento del settore privato. Ad esempio, in Brasile, Cina e India fra il 2006 e il 2010 il credito è aumentato di oltre il 20% nella media annua, un valore uguale o superiore a quelli registrati a suo tempo in Irlanda e in Spagna (tabella II.2). Le economie emergenti sono state risparmiatae dagli esiti peggiori dell'ultima crisi. Se sapranno cogliere quello che è probabilmente stato il suo insegnamento più importante – ossia che prevenire è meglio che curare – esse potranno forse evitare di subire una propria versione della crisi.

... e nuove
strategie di politica
fiscale

Squilibri analoghi
si stanno creando
nelle economie
emergenti