

III. Riequilibrare la crescita

Sono trascorsi cinque anni dall'inizio della crisi dei subprime, ma la crescita economica mondiale continua a presentare squilibri. Alcune economie avanzate, in particolare Irlanda, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti, sono ancora alle prese con le ricadute di una brusca inversione del boom creditizio e immobiliare. La flessione nel comparto delle costruzioni e in altri settori legati al mercato immobiliare ha colpito in modo particolarmente severo l'Irlanda e la Spagna. Questi squilibri settoriali avranno probabilmente un effetto rilevante e duraturo sull'occupazione. In tali paesi, inoltre, molte famiglie e imprese hanno difficoltà a onorare il servizio del debito e, di conseguenza, il sistema bancario vacilla sotto il peso di un ampio volume di crediti deteriorati. Il rapporto credito/reddito e gli oneri per il servizio del debito stanno crescendo anche in molti paesi in cui non si è verificata una crisi immobiliare, anche se la proporzione dei prestiti in sofferenza rimane contenuta. Inoltre, alcune economie la cui crescita si basa massicciamente sulle esportazioni saranno probabilmente esposte a sfide in un prossimo futuro.

La prima parte di questo capitolo tratta degli squilibri strutturali che devono essere corretti prima che i paesi possano ritornare su un sentiero di crescita regolare. La seconda parte approfondisce la questione del debito del settore privato (cfr. il Capitolo V per una disamina del debito pubblico) nei paesi segnati da una crisi finanziaria imputabile a fattori interni come pure in paesi che non lo sono. La sezione finale discute le implicazioni di politica economica.

Aggiustamento strutturale

In molti paesi occorrerà cambiare il modello di crescita. In alcune economie l'aumento dei prezzi degli immobili ha causato una rapida crescita del settore delle costruzioni e delle altre attività legate al mercato immobiliare. Tali squilibri devono essere corretti per consentire una crescita sostenibile. Il crollo del settore immobiliare ha inoltre evidenziato debolezze strutturali presenti già da tempo, come norme che rendono rigido il mercato del lavoro o dei beni, che nelle fasi favorevoli del ciclo economico appaiono trascurabili, ma ostacolano l'aggiustamento nel momento in cui l'economia subisce uno shock.

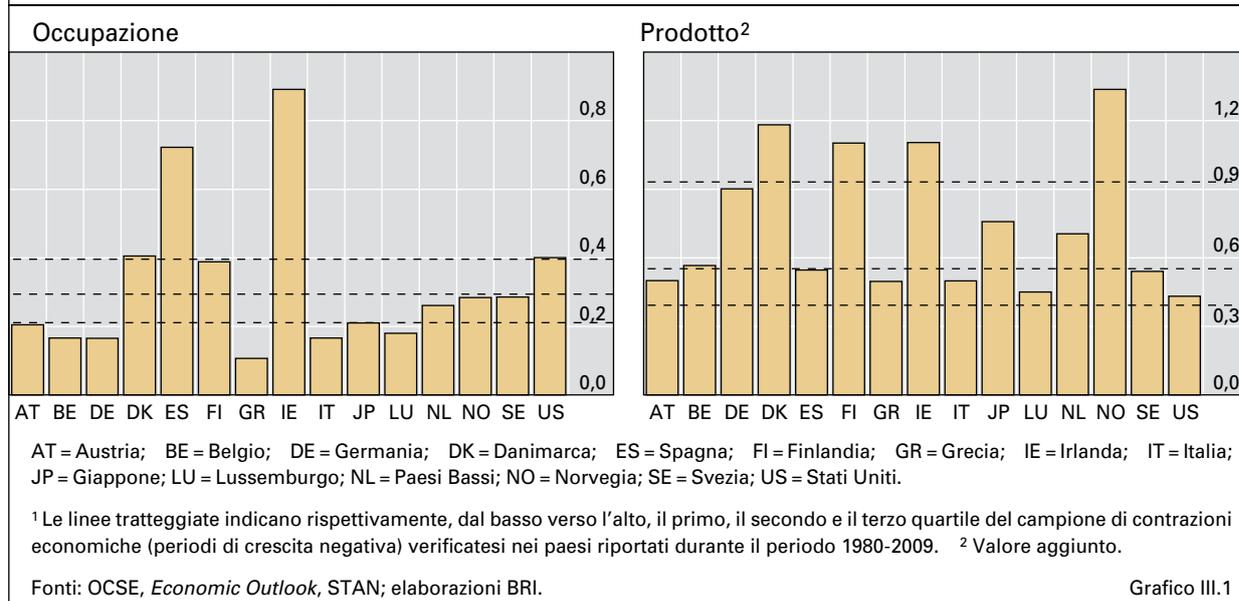
Altre economie si sono specializzate nelle esportazioni verso paesi che in futuro registreranno probabilmente ritmi di crescita inferiori. Le sfide da affrontare in questo caso sono di altro tipo. Alcune economie sono molto competitive, almeno in certi settori specifici, ma risultano nondimeno vulnerabili a un rallentamento nella crescita dei loro partner commerciali.

La disoccupazione dopo la crisi immobiliare

La disoccupazione rimane elevata in molte economie avanzate, non solo in quelle in cui si teme per la sostenibilità del debito sovrano (Capitolo II). La

Squilibri settoriali in termini di occupazione e di prodotto nella Grande Recessione¹

Concentrazione delle perdite in termini di occupazione e di prodotto (variazioni assolute medie delle quote settoriali fra il 2008 e il 2009), in punti percentuali



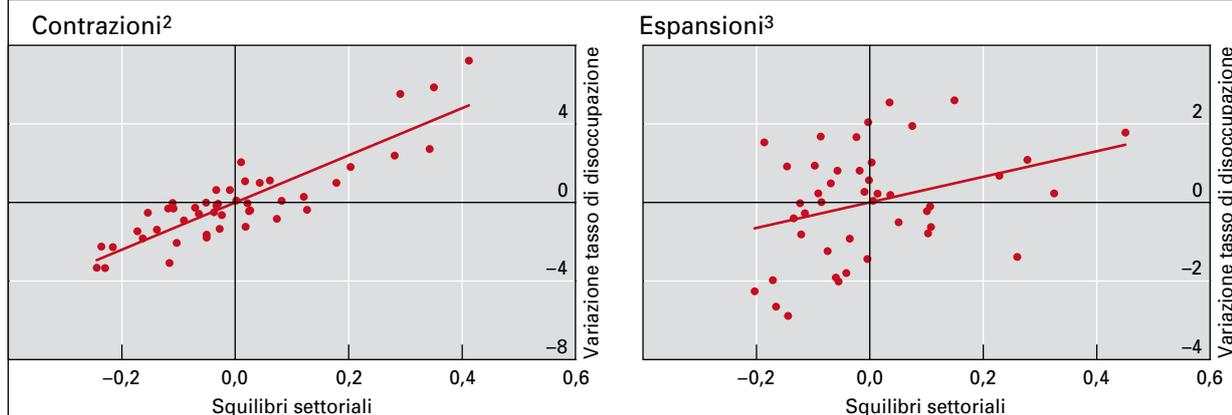
persistenza di una elevata disoccupazione è imputabile, tra l'altro, agli squilibri settoriali accumulati durante l'espansione pre-crisi, manifestatisi solo ora in tutta la loro entità¹. Durante il boom dei prezzi delle abitazioni, i settori edilizio, immobiliare e finanziario sono cresciuti a un ritmo significativamente superiore a quello del resto dell'economia. In Irlanda, ad esempio, l'occupazione nell'edilizia è passata dall'8,6% dell'occupazione totale nel 1997 al 13% nel 2007, mentre in Spagna è salita dal 10 al 14% nello stesso periodo. Per contro, negli Stati Uniti questo rapporto è rimasto pressoché stabile (4,5% nel 1997 e 5,2% nel 2007). In Irlanda e Spagna l'espansione nel settore delle costruzioni si è tuttavia rapidamente esaurita durante la Grande Recessione, come evidenzia la riduzione nel numero relativo di occupati in questo settore, sceso sotto il livello del 1997. Gli elevati tassi di disoccupazione in questi paesi mostrano che i lavoratori licenziati non hanno trovato un altro posto di lavoro, a testimonianza di quanto possa essere difficile riallocare le risorse tra i settori. Il ritmo della ripresa potrebbe pertanto risentirne.

In genere gli squilibri appaiono in tutta la loro gravità quando i tempi volgono al peggio. Per questo la concentrazione in determinati settori delle perdite in termini di occupazione e prodotto durante la fase discendente del ciclo è una buona misura degli squilibri settoriali accumulati nella precedente fase espansiva. I settori che nella fase di crescita avevano assunto dimensioni insostenibili tendono infatti a subire una contrazione maggiore. La perdita di posti di lavoro dopo la crisi finanziaria, ad esempio, si è concentrata molto di più in alcuni settori specifici in Irlanda e in Spagna di quanto non sia avvenuto in Germania o in Giappone (grafico III.1, diagramma di sinistra), dove la crisi non ha avuto origine da un boom immobiliare ed edilizio interno, ma è stata

¹ Cfr. BRI, *81ª Relazione annuale*, giugno 2011, Capitolo II.

Squilibri settoriali¹ e disoccupazione

Deviazione dalla media del campione, in punti percentuali



¹ Variazioni assolute medie delle quote settoriali sulla disoccupazione totale durante le contrazioni per i paesi elencati nel grafico III.1.

² Episodi di crescita negativa del PIL nel periodo 1980-2009. ³ Finestre di due anni dopo la fine della contrazione.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*, STAN; elaborazioni BRI.

Grafico III.2

“importata” attraverso i canali del commercio e della finanza. Di fatto, il grado di concentrazione settoriale del calo dell’occupazione in Irlanda e in Spagna durante la Grande Recessione è stato di gran lunga maggiore rispetto alle crisi precedenti (le linee tratteggiate nell’istogramma indicano i quartili del campione). Gli Stati Uniti occupano una posizione intermedia tra questi due gruppi di paesi.

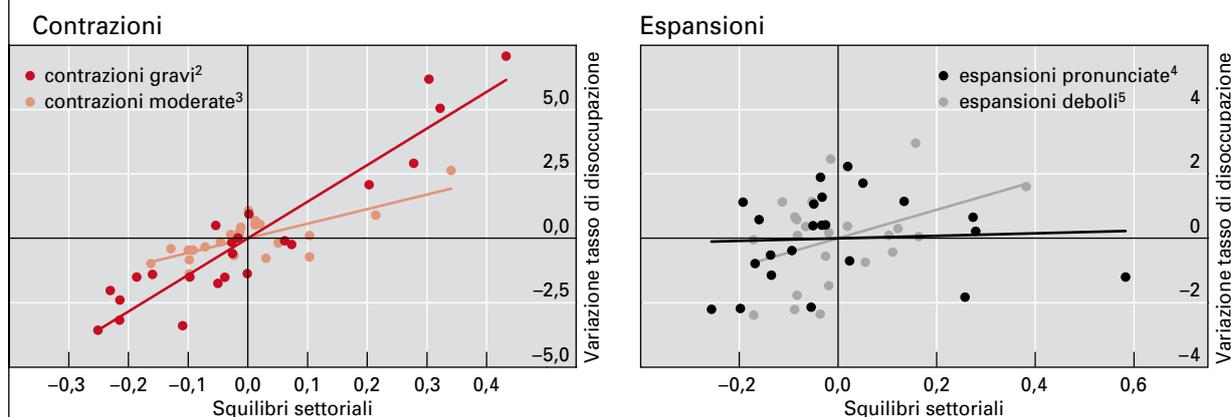
La concentrazione delle perdite in termini di prodotto (grafico III.1, diagramma di destra) fornisce un quadro per certi versi differente rispetto alla concentrazione delle perdite in termini di posti di lavoro. Vero è che alcuni dei paesi interessati da perdite occupazionali altamente concentrate, come l’Irlanda, hanno parimenti registrato un calo altamente concentrato in termini di prodotto, ma ciò non si è verificato in tutti i casi. Il coefficiente di correlazione tra gli squilibri settoriali calcolati con riferimento all’occupazione e quelli basati sulla produzione, inferiore allo 0,4, risulta infatti piuttosto basso. In paesi come la Germania e la Norvegia, ad esempio, dove il calo occupazionale non ha presentato forti polarizzazioni settoriali, la contrazione della produzione è risultata invece molto squilibrata. Al contrario, la caduta della produzione in Spagna ha interessato i vari settori in modo più uniforme del calo dell’occupazione.

Squilibri settoriali pronunciati sono generalmente associati a un maggiore incremento della disoccupazione nella fase di contrazione (grafico III.2, diagramma di sinistra). Anzi, la concentrazione del calo occupazionale in alcuni settori spiega meglio l’aumento della disoccupazione rispetto all’entità della caduta del prodotto (legge di Okun)². Tra il 2007 e il 2009, ad esempio,

² Il risultato è ottenuto stimando il modello di regressione su dati cross-section dei paesi OCSE in cui la variazione del tasso di disoccupazione durante la fase di contrazione dipende sia dalla variazione del PIL sia dalla concentrazione settoriale della perdita di posti di lavoro durante lo stesso periodo. Esso fa ritenere che l’aumento della disoccupazione durante la fase discendente del ciclo dipenda non tanto dalla gravità della crisi quanto piuttosto dall’importanza degli squilibri che la caratterizzano.

Squilibri settoriali¹ e disoccupazione, in base all'entità della variazione del PIL

Deviazione dalla media del campione, in punti percentuali



¹Variazioni assolute medie delle quote settoriali sull'occupazione totale per i paesi elencati nel grafico III.1, calcolate per i periodi di contrazione individuati. ²Periodi di contrazione in cui la variazione del PIL è inferiore al valore mediano delle contrazioni considerate. ³Periodi di contrazione in cui la variazione del PIL è superiore al valore mediano delle contrazioni considerate. ⁴Periodi di espansione in cui la crescita del PIL è superiore al valore mediano delle espansioni considerate. ⁵Periodi di espansione in cui la crescita del PIL è inferiore al valore mediano delle espansioni considerate.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*, STAN; elaborazioni BRI.

Grafico III.3

L'incremento della disoccupazione in Spagna ha superato di 8 punti percentuali quello del Giappone. Secondo nostre stime, il 70% di questa differenza, vale a dire 5,6 punti percentuali, è dovuto al carattere più squilibrato della recessione spagnola. In media, le differenze fra paesi in termini di squilibri settoriali contribuiscono per il 60% alle differenze nella variazione della disoccupazione durante le fasi discendenti del ciclo, mentre alla flessione del PIL è attribuibile meno del 20%.

Forti squilibri settoriali non provocano solo aumenti più rilevanti della disoccupazione durante le fasi recessive, ma rallentano anche la riduzione della disoccupazione durante le fasi espansive seguenti (grafico III.2, diagramma di destra)³. Di fatto, nei paesi dove si riscontrano squilibri marcati, la disoccupazione continua ad aumentare anche quando il PIL ricomincia a crescere. Non è un fatto sorprendente, data la difficoltà di riallocare risorse da un settore all'altro. Una forte concentrazione del calo occupazionale durante la fase discendente del ciclo dà luogo a una riduzione più lenta della disoccupazione nei primi due anni di ripresa, anche controllando per la crescita del PIL. Per esempio, in Spagna, dove (così come in Irlanda) la concentrazione delle perdite di posti di lavoro è risultata elevata, si è riscontrato anche il maggiore incremento della disoccupazione durante la successiva espansione. Queste stime indicano inoltre che, a parità di altre condizioni, nei due anni dopo la recente contrazione economica la flessione della disoccupazione negli Stati Uniti sarebbe stata di 1,3 punti percentuali maggiore se la concentrazione del calo occupazionale fosse stata simile a quella tedesca.

L'effetto degli squilibri settoriali sulla disoccupazione è particolarmente forte durante le contrazioni gravi e le espansioni deboli (grafico III.3). Questa osservazione fa ritenere che la variazione della produzione abbia un ruolo

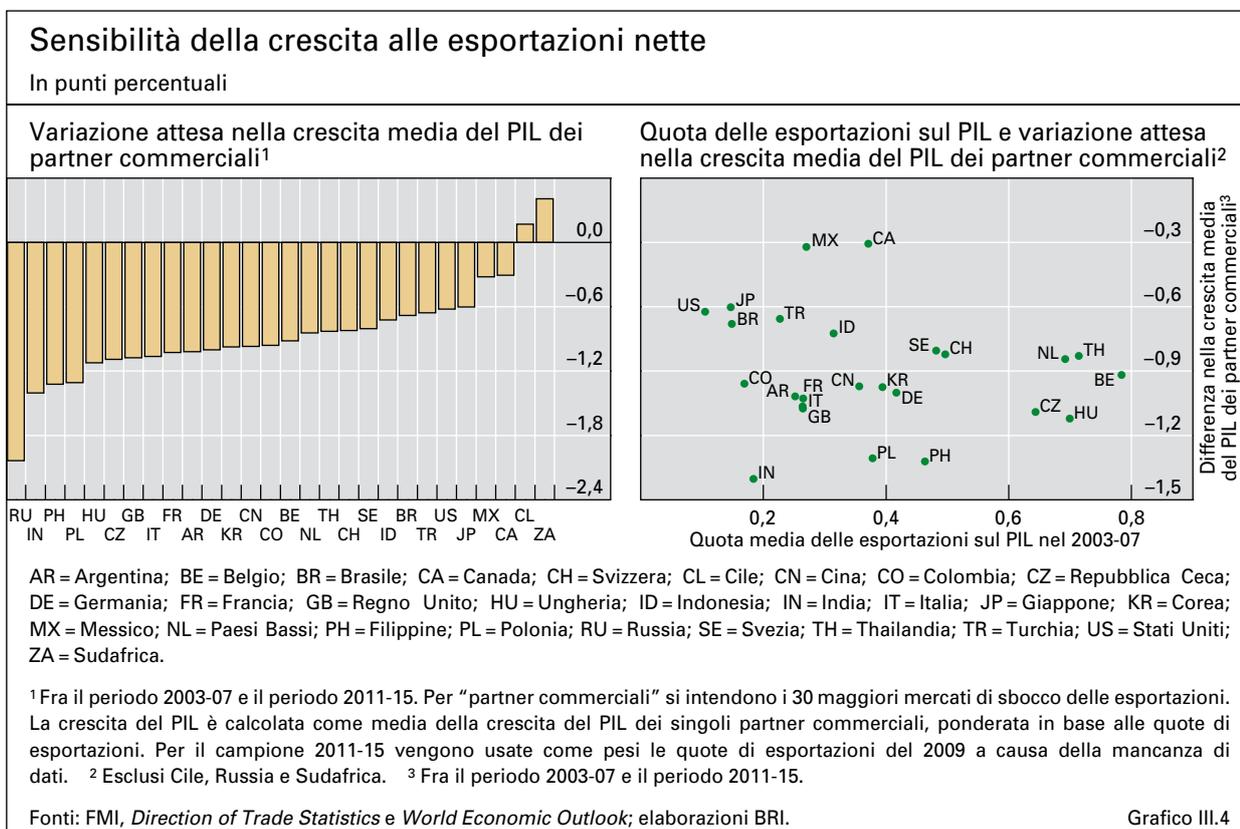
³ Il periodo di espansione è definito come i due anni successivi alla fine di una fase di contrazione.

soltanto indiretto nella spiegazione della disoccupazione durante le recessioni, facendo aumentare i costi degli squilibri settoriali. Al contrario, nelle fasi di espansione la crescita del PIL ha sia un effetto diretto che un effetto indiretto sulla disoccupazione. Quando è più elevata, essa dà luogo a una diminuzione più rapida della disoccupazione anche in presenza di ampi squilibri settoriali. Gli squilibri, pertanto, hanno un impatto solo quando l'espansione è contenuta, poiché rallentano la riduzione della disoccupazione.

Una grave contrazione e squilibri settoriali senza precedenti costituiscono quindi la peggiore combinazione possibile per l'andamento del mercato del lavoro nei prossimi anni. Purtroppo questa è la prospettiva per paesi quali l'Irlanda, la Spagna e gli Stati Uniti. Tutti questi paesi hanno attraversato una fase di flessione squilibrata seguita da una ripresa fiacca, il che contribuisce a spiegare come mai la disoccupazione si sia mantenuta su livelli così alti. In prospettiva, la compresenza di forti squilibri settoriali e di una ripresa stentata potrebbe creare le premesse per un periodo prolungato di disoccupazione elevata.

Dipendenza dalla domanda estera

Si prevede che in molte economie la crescita sarà lenta per qualche tempo. Non potendo contare sulle esportazioni verso queste economie per sostenere la produzione come in passato, i paesi che avevano adottato un modello di crescita basato sulle esportazioni dovranno orientarsi piuttosto verso il mercato interno. Il diagramma di sinistra del grafico III.4, ad esempio, mostra che solo due dei 28 paesi rappresentativi di economie emergenti e avanzate possono



contare su un aumento della crescita dei rispettivi partner commerciali nel periodo 2011-15 rispetto al 2003-07⁴. Tutte le altre economie dovranno affrontare un peggioramento (talvolta significativo) della crescita nei loro mercati di sbocco, se le previsioni si dovessero realizzare. Paesi come la Russia o l'India potrebbero trovarsi di fronte a difficoltà considerevoli se la crescita dei loro partner commerciali (Ucraina e Turchia per la Russia, paesi del Medio Oriente per l'India) dovesse contrarsi come previsto nel periodo 2011-15. Ciò vale anche per la maggior parte dei paesi europei, che hanno sviluppato intensi scambi commerciali reciproci e per i quali si prevedono riduzioni notevoli della crescita.

Quanto maggiore è la dipendenza dalle esportazioni, tanto maggiore sarà l'impatto di una contrazione della crescita nei mercati di sbocco. Il diagramma di destra del grafico III.4 mostra la diminuzione attesa nella crescita della domanda estera (illustrata nel diagramma di sinistra) in relazione alla media del rapporto esportazioni/PIL durante il periodo 2003-07. Naturalmente l'impatto sulla crescita economica dipenderà anche dal contenuto di importazioni delle esportazioni, per il quale i dati sono limitati. Dal diagramma emergono due gruppi di paesi.

Il primo gruppo comprende economie aperte di piccole dimensioni nelle quali le esportazioni rappresentano una quota considerevole del PIL (superiore al 60%) e che si prevede subiranno gli effetti di un calo sensibile nella crescita dei loro partner commerciali. Si tratta di Belgio, Paesi Bassi, Repubblica Ceca, Thailandia e Ungheria. Un quinto circa delle esportazioni thailandesi, ad esempio, va verso paesi che si prevede registreranno un calo di almeno 2 punti percentuali della crescita nel 2011-15 rispetto al 2003-07.

Il secondo gruppo comprende paesi che dovrebbero essere relativamente immuni agli sviluppi esteri o perché sono economie di grandi dimensioni dove le esportazioni rappresentano una quota ridotta del PIL, come Stati Uniti, Giappone o Brasile, o perché il calo della crescita della domanda estera dovrebbe rimanere contenuto, come nel caso di Canada, Indonesia, Messico o Turchia. In particolare, Canada, Messico e Stati Uniti potrebbero essere risparmiati da molti degli effetti negativi del ristagno della crescita nei mercati esteri perché commerciano in modo significativo fra di loro e, secondo molte previsioni, la loro crescita dovrebbe essere relativamente robusta.

La Cina e i maggiori paesi dell'Europa occidentale (Francia, Germania, Italia e Regno Unito) occupano una posizione intermedia tra questi due gruppi. Se da un lato dovranno probabilmente far fronte a una contrazione significativa (di circa 1 punto percentuale) della crescita dei loro partner commerciali, dall'altro il fatto che le loro esportazioni non superino il 40% del rispettivo PIL limiterà i contraccolpi del calo della domanda estera. Fra questi paesi, la Germania potrebbe rivelarsi il paese più vulnerabile.

Sostenibilità del debito

La crisi finanziaria ha avuto origine in una situazione insostenibile di indebitamento, situazione che non sembra sostanzialmente cambiata da allora. Gli

⁴ La stima della riduzione attesa della crescita del prodotto risulta dal confronto tra il tasso medio di crescita del PIL dei primi 30 mercati di sbocco nel periodo 2003-07 e le proiezioni per il periodo 2011-15.

indicatori della sostenibilità del debito non sono granché migliorati nei paesi al centro della crisi finanziaria, mentre sono peggiorati in molte altre economie.

I prezzi delle abitazioni in Irlanda, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti, paesi che hanno sperimentato un ciclo immobiliare assai pronunciato, sono scesi a un livello ben inferiore a quello pre-crisi, e molte famiglie e imprese hanno difficoltà a rimborsare i debiti contratti durante la fase di boom⁵. I dati aggregati indicano che nel Regno Unito, in Spagna e negli Stati Uniti le famiglie hanno compiuto passi avanti nel ridurre il rapporto debito/reddito. In Irlanda, invece, tale rapporto è rimasto elevato, poiché i considerevoli rimborsi di debito sono stati controbilanciati da una contrazione altrettanto marcata del reddito disponibile. Le imprese non finanziarie in Irlanda, Regno Unito e Spagna hanno compiuto progressi assai inferiori nell'abbattimento della leva finanziaria. Negli Stati Uniti il debito delle imprese non finanziarie è rimasto piuttosto stabile durante il boom dei prezzi delle abitazioni, a testimonianza che la necessità di deleveraging dopo lo scoppio della bolla non è generalizzata.

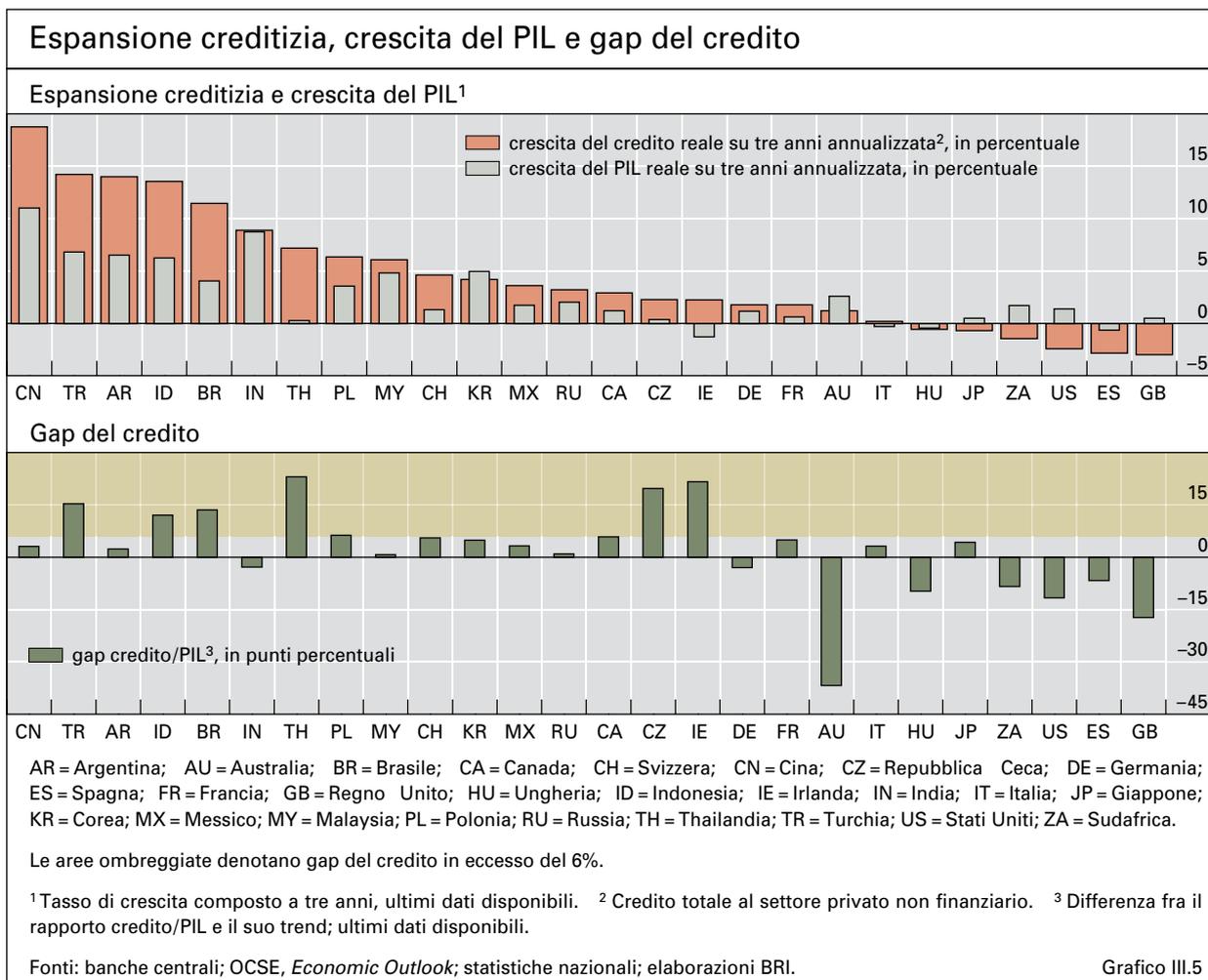
Detto ciò, è possibile che il rapporto tra debito e reddito in termini aggregati fornisca un quadro eccessivamente favorevole della situazione. Dati più precisi per gli Stati Uniti indicano che la riduzione del livello aggregato di indebitamento non è avvenuta grazie allo stralcio del debito insostenibile⁶, bensì soprattutto mediante la diminuzione nel numero di famiglie che hanno accresciuto il loro debito ipotecario (sfruttando ad esempio l'aumento di valore delle proprie case) e la rilevante riduzione dei mutui di nuova accensione. Un indebitamento limitato da parte degli acquirenti della prima casa corrisponde a un'attività ridotta sul mercato immobiliare che, a sua volta, dà luogo a un'eccedenza di case invendute. In realtà, la proporzione di famiglie che ritenevano probabile o molto probabile di trovarsi in difficoltà a onorare i loro impegni ipotecari nell'anno successivo è diminuita solo marginalmente. Ciò dimostra quanto siano limitati i progressi nel processo di abbattimento del debito⁷. A quanto ci risulta, non esistono dati simili per Irlanda, Regno Unito o Spagna, ma la situazione non dovrebbe essere molto diversa, stando al numero limitato di compravendite immobiliari. Il fatto che gli stralci di debito ipotecario in questi paesi siano stati inferiori a quelli negli Stati Uniti corrobora questa interpretazione.

Il rapporto debito/PIL si è ridotto nei quattro paesi che hanno attraversato contemporaneamente una crisi immobiliare e una crisi finanziaria, mentre ha continuato a crescere in numerose altre economie (grafico III.5, diagramma superiore). Molte importanti economie di mercato emergenti hanno registrato

⁵ Cfr. BRI, *81ª Relazione annuale*, giugno 2011, pagg. 27-31, per una discussione della riduzione dell'indebitamento nel settore privato non finanziario.

⁶ Sebbene ampie, le svalutazioni non hanno dato luogo a una riduzione del debito in misura equivalente, poiché spesso sono stati accesi nuovi prestiti ipotecari sui beni venduti. Per questa ragione i dati aggregati non forniscono informazioni sul contributo degli stralci alla variazione del debito delle famiglie.

⁷ Cfr. N. Bhutta: "Mortgage debt and household deleveraging: accounting for the decline in mortgage debt using consumer credit record Data", Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series*, 2012-14 e K. Dynan, "Is a household debt overhang holding back consumption?", Brookings Institution, 2012, mimeo.



negli ultimi anni un'espansione particolarmente rapida del credito. In Cina, ad esempio, il credito reale è cresciuto di quasi il 20% l'anno durante gli ultimi tre anni, sebbene di recente sia rallentata. In Turchia, Argentina, Indonesia e Brasile il credito reale è aumentato molto più rapidamente del PIL. La rapida espansione del credito non si è verificata solo nelle economie di mercato emergenti. In molti paesi avanzati in cui il sistema bancario è in situazione di stress pur avendo evitato il boom creditizio e immobiliare (per esempio, Francia, Italia e Svizzera), le famiglie hanno assunto consistenti debiti supplementari, serviti in gran parte a finanziare investimenti immobiliari. Solo in Germania le famiglie hanno continuato a ridurre il rapporto debito/reddito.

Una rapida crescita del credito non è di per sé un fatto negativo. I sistemi finanziari di numerose economie emergenti si trovano ancora a uno stadio relativamente poco sviluppato: molte famiglie e imprese sono escluse dal mercato formale del credito. La rapida espansione del credito potrebbe di conseguenza riflettere tanto un processo di sviluppo finanziario quanto l'accumulo di eccessi. Anche nelle economie avanzate una rapida crescita del credito non è necessariamente foriera di vulnerabilità finanziarie.

Ciò detto, il processo di finanziarizzazione dell'economia richiede tempo: se la crescita del credito supera la capacità delle istituzioni finanziarie di analizzare e gestire i crediti essa rischia di generare decisioni errate di fido e tensioni

finanziarie, anche se il rapporto credito/PIL risulta basso. Allo stesso modo, un settore finanziario sovradimensionato può attirare più capitale umano del normale, ostacolando lo sviluppo di altri settori dell'economia⁸.

Purtroppo non esiste un modo efficace per distinguere gli squilibri finanziari da un processo di finanziarizzazione che comporti una crescita rapida ma sostenibile del credito. Comunque sia, una crescita del credito che superi in modo rilevante il trend di lungo periodo, generando un "gap del credito", prelude spesso a una crisi finanziaria. Al momento, numerosi paesi dove il credito è in rapida espansione presentano gap del credito in eccesso del 6%, ossia su valori che, in passato, hanno preceduto in molti casi gravi tensioni finanziarie (grafico III.5, diagramma inferiore)⁹.

I prezzi delle attività appaiono anch'essi sempre più esuberanti in molte economie emergenti. I prezzi immobiliari in alcuni importanti mercati locali del Brasile sono quasi raddoppiati dall'inizio della crisi dei subprime. L'apprezzamento dei beni immobiliari in Cina è ancora più marcato: i prezzi dei terreni a Pechino e Shanghai si sono quasi quintuplicati dal 2004. Altri mercati, ancorché in crescita, non hanno evidenziato una tendenza al rialzo altrettanto marcata (capitolo II). In tutte queste economie emergenti gli squilibri sembrano accumularsi principalmente in alcune regioni o segmenti di mercato (edilizia abitativa di lusso in Cina, ad esempio). Tuttavia ciò non vuol dire che un'eventuale flessione dei prezzi causerà meno danni al sistema finanziario, se i mutui ipotecari sono anch'essi concentrati nelle stesse zone.

Anche gli indicatori degli oneri per il servizio del debito fanno ritenere che il livello elevato dell'indebitamento possa costituire un problema. La quota di PIL che famiglie e imprese in Brasile, Cina e India e Turchia destinano al servizio del debito raggiunge o si avvicina al livello massimo registrato dalla fine degli anni novanta. Essa potrebbe addirittura salire ancora se i tassi di interesse, attualmente bassi, dovessero aumentare (grafico III.6)¹⁰. I debiti tendono ad accumularsi nei bilanci del settore privato quando i tassi di interesse sono bassi. Quando questi finiscono per crescere, gli oneri elevati del servizio del debito possono provocare una drammatica riduzione della leva finanziaria. Anche in questo caso, non sono solo le economie emergenti a presentare un'alta incidenza del servizio del debito. Le nostre stime indicano che in Francia, Italia e Norvegia tale incidenza si colloca in corrispondenza o in prossimità dei livelli più elevati degli ultimi trent'anni. Gran parte del debito nei paesi riportati nel grafico III.6 ha una durata relativamente breve (a eccezione dei mutui ipotecari negli Stati Uniti e, in misura minore, in Francia e Germania). Gli oneri

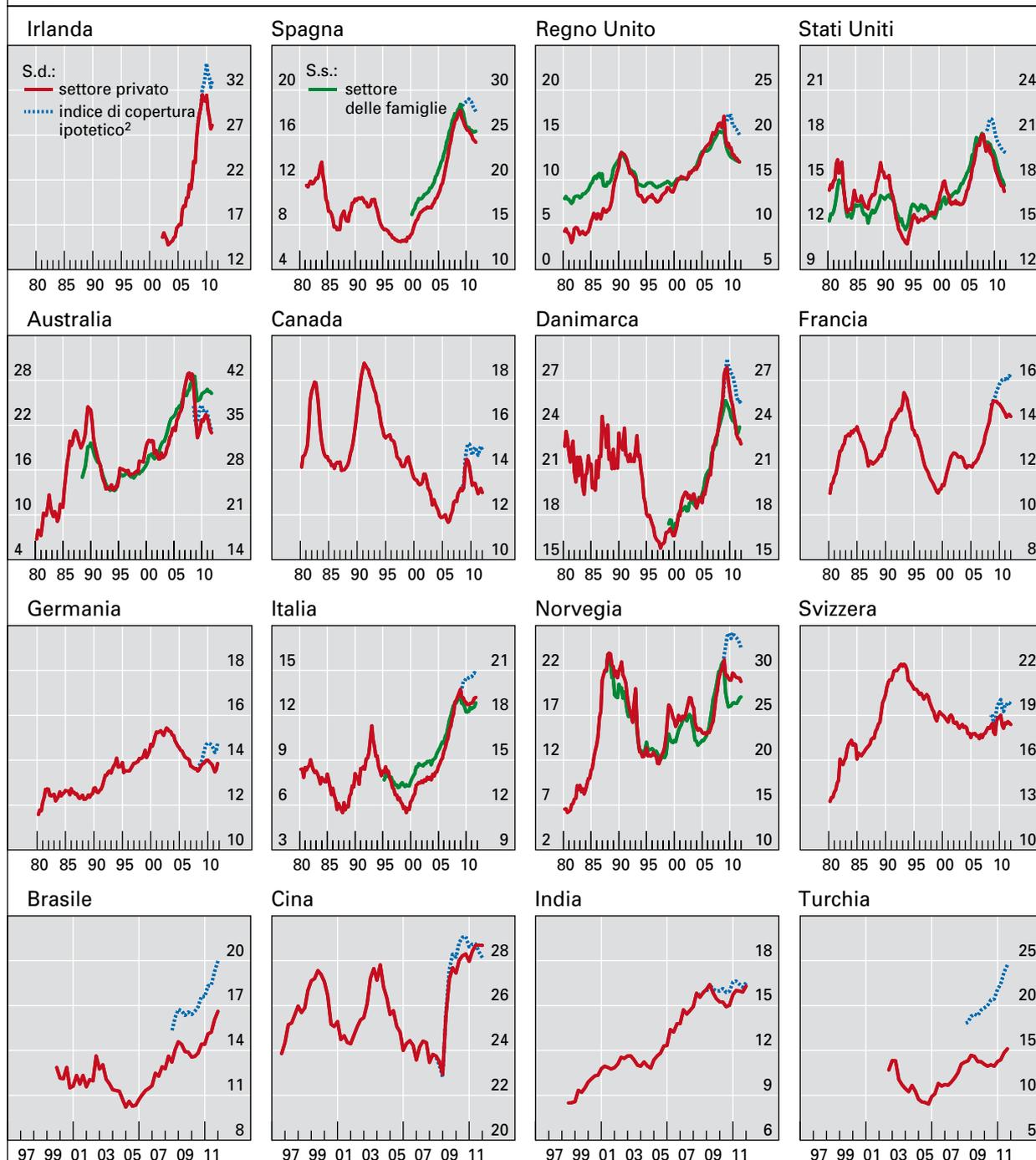
⁸ Cfr. S. Cecchetti ed E. Kharroubi, "Reassessing the impact of finance on growth", BRI, gennaio 2012, mimeo.

⁹ Il gap del credito si calcola come la differenza tra lo stock di debito in essere sul PIL e il suo trend di lungo periodo calcolato con un filtro Hodrick-Prescott utilizzando un elevato parametro di livellamento. Per maggiori dettagli, cfr. C. Borio e M. Drehmann (2009): "Valutazione del rischio di crisi bancarie (rivisitazione)", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo (versione integrale disponibile soltanto in inglese).

¹⁰ L'incidenza del servizio del debito è stimata sulla scorta di informazioni parzialmente imprecise sulle scadenze dei prestiti e sui tassi di interesse medi corrisposti. Per i paesi che non pubblicano questi dati, il rapporto di indebitamento attuale è stato moltiplicato per una media ponderata dei tassi di interesse a breve termine. Questa semplificazione riesce comunque a spiegare le determinanti del servizio del debito per i paesi che forniscono dati più precisi.

Indici di copertura del servizio del debito del settore privato e delle famiglie¹

In percentuale



¹ L'indice di copertura del servizio del debito è dato dalla somma dei pagamenti per interessi e rimborsi del debito, divisa per il reddito. All'aumentare dell'indice diminuisce la capacità dei debitori di far fronte a shock di reddito negativi. ² Livello effettivo del debito e quartile del 75% della distribuzione dei tassi di interesse a partire dal 1° trimestre 2000.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

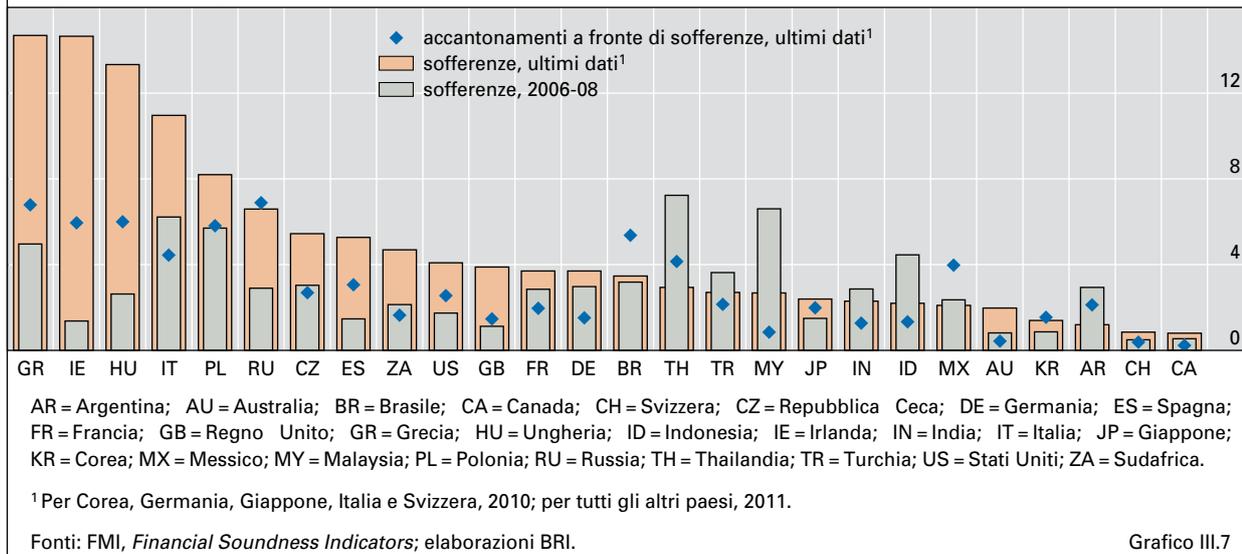
Grafico III.6

del servizio del debito potrebbero quindi aumentare in modo sostenuto se i tassi di interesse dovessero ritrovare i livelli osservati nei recenti cicli dei tassi di interesse, come indicano le linee punteggiate del grafico III.6.

La rapida crescita del credito nelle economie emergenti e avanzate che attraversano un boom creditizio non ha finora dato luogo a un aumento rilevante

Accantonamenti bancari e prestiti in sofferenza

In percentuale dei prestiti totali



dei crediti deteriorati. La proporzione di sofferenze sul totale dei prestiti in questi paesi rimane in genere inferiore o simile alla media del periodo pre-crisi (grafico III.7). Ovviamente la situazione è diversa per i paesi alle prese con spread elevati, quali Grecia, Irlanda, Italia e Spagna, nonché per i paesi dell'Europa emergente come Polonia, Repubblica Ceca, Russia e Ungheria. L'esperienza insegna tuttavia che i crediti in sofferenza sono nella migliore delle ipotesi indicatori simultanei e non anticipatori di tensioni finanziarie¹¹.

Le sfide per la politica economica

Questo capitolo ha esaminato tre fattori strutturali che sembrano impedire all'economia globale di imboccare un sentiero di crescita sostenibile. Il primo è rappresentato dagli effetti degli squilibri settoriali accumulatisi nel periodo di boom del credito e dei prezzi delle abitazioni precedente la crisi finanziaria. Il secondo fattore è l'eccessiva dipendenza dalle esportazioni verso economie la cui crescita potrebbe rallentare nei prossimi anni. Il terzo fattore è costituito dai livelli insostenibili del debito, sia sotto forma di eccesso di debito nei paesi reduci dallo scoppio della bolla immobiliare, sia sotto forma di una espansione creditizia e immobiliare nelle economie finora risparmiate dalla crisi. Questa sezione discuterà le sfide poste da ciascuno di questi tre fattori.

I boom immobiliari e creditizi provocano un'errata allocazione delle risorse che può essere corretta solo nel lungo periodo. Le costruzioni e gli altri settori collegati al mercato immobiliare, cresciuti a dismisura, devono ritrovare dimensioni sostenibili, il che comporta tendenzialmente un aumento della disoccupazione. Sostenere i settori in declino potrebbe senz'altro alleggerire la situazione nel breve periodo, ma anche pregiudicare le prospettive di crescita

¹¹ Cfr. C. Borio e M. Drehmann, "Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and its consequences", *BIS Working Papers*, n. 284, giugno 2009.

a lungo termine, attraverso un più lento processo di riallocazione efficiente delle risorse o un aumento del debito pubblico. È difficile, se non impossibile, identificare quali settori saranno i motori della crescita futura; tuttavia, gli ampi disavanzi di conto corrente nel periodo precedente la crisi¹² indicano che in alcuni paesi sarà auspicabile riequilibrare la crescita in favore di settori che producono beni e servizi commerciabili. L'abolizione di restrizioni sui mercati di beni e servizi dovrebbe contribuire a promuovere questo riequilibrio¹³. Le reti di sicurezza sociale contribuiscono in modo importante a facilitare la transizione ma, in molti paesi, sono messe a dura prova per via degli squilibri delle finanze pubbliche (Capitolo V).

In secondo luogo, sostituire modelli di crescita fondati sulle esportazioni con modelli più equilibrati comporta rilevanti aggiustamenti strutturali che non si possono realizzare da un giorno all'altro. L'approccio più promettente consiste nell'eliminare tutti gli incentivi distorti a favore delle esportazioni e a scapito della produzione destinata al mercato interno. A questo riguardo, le distorsioni più evidenti sono un tasso di cambio artificialmente sottovalutato e i sussidi (diretti e indiretti) alle esportazioni¹⁴. Distorsioni meno lampanti, ma non per questo meno importanti, provengono da una regolamentazione eccessiva o semplicemente inefficiente che vincola l'attività interna. Tuttavia, è sbagliato stimolare l'assorbimento interno alimentando il credito e i prezzi delle attività, poiché crea distorsioni di natura diversa, ma altrettanto nocive.

La terza e ultima sfida è la gestione del debito insostenibile. I livelli elevati dei prestiti in sofferenza nei paesi al centro della crisi indicano chiaramente che una parte rilevante dell'onere debitorio non è sostenibile. Vi sono almeno due meccanismi attraverso i quali esso frena la crescita. In primo luogo, le famiglie nei paesi dove si è verificata una crisi immobiliare hanno aumentato il tasso di risparmio, un comportamento che indebolirà la crescita fino al raggiungimento di un nuovo equilibrio. In secondo luogo, il deterioramento dei bilanci delle società finanziarie ha ridotto la loro capacità di fornire nuovo credito per finanziare progetti redditizi (Capitolo IV). La sfida consiste nel fornire incentivi alle banche e agli altri istituti di credito affinché prendano pienamente atto delle perdite e svalutino i crediti (cfr. il riquadro). Risanare i bilanci delle banche, inoltre, è vitale per assicurare un flusso regolare di credito all'economia, specie in un momento in cui è necessario riallocare consistenti risorse tra i settori¹⁵. Per sostenere questo processo potrebbe essere necessario ricorrere al bilancio pubblico.

¹² Cfr. BRI, *81ª Relazione annuale*, giugno 2011, Capitolo III.

¹³ Cfr. OCSE, *Economic Policy Reforms 2012: Going for growth*, 2012, per un elenco degli ostacoli alla riallocazione delle risorse tra i diversi settori.

¹⁴ È noto che le misure amministrative non sono l'unico modo per provocare distorsioni nei tassi di cambio; tassi di cambio lontani dai fondamentali economici possono anche essere il risultato intenzionale di una politica monetaria anticiclica.

¹⁵ Cfr. T. Hoshi e A. Kashyap, "Will the US bank recapitalization succeed? Eight lessons from Japan", *Journal of Financial Economics*, n. 97, 2010, pagg. 398-417 e C. Borio, B. Vale e G. von Peter, "Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?", *BIS Working Papers*, n. 311, giugno 2010.

La questione dell'insostenibilità del debito potrebbe assumere rilevanza anche in alcuni paesi che stanno attraversando una fase di crescita storicamente rapida del credito. Per evitare che questo accada sarà necessario operare in due modi. In primo luogo, il tasso di crescita del credito dovrà essere mantenuto a un livello che non pregiudichi la capacità del sistema bancario di compiere un'analisi adeguata del merito creditizio. In secondo luogo, le banche e le altre società finanziarie devono essere messe in condizione di resistere ad aumenti temporanei dei volumi di attività deteriorate. Di fronte al basso livello dei tassi di interesse nelle principali economie avanzate e agli ingenti afflussi di capitali verso le economie emergenti, la politica monetaria si trova di fronte a un

Ridurre il debito delle famiglie a livelli sostenibili

Nel testo principale del capitolo si afferma che la ripresa non potrà essere in grado di autosostenersi fintantoché il debito delle famiglie non sarà portato a un livello che ne consenta effettivamente il rimborso. Limitarsi ad attendere che il problema si risolva da solo con la ripresa dell'economia sarebbe assai costoso. In questo riquadro vengono delineate alcune opzioni a disposizione delle autorità per favorire la ristrutturazione del debito ipotecario, che rappresenta la parte preponderante del debito non più sostenibile.

Il primo passo che le autorità possono compiere è quello di indurre i prestatori a riconoscere le perdite e rivalutare i prestiti ai prezzi di mercato. Ciò ridurrebbe per i creditori sia l'incentivo a rinnovare automaticamente i prestiti inesigibili (c.d. evergreening), sia i costi aggiuntivi derivanti dalla remissione del debito o dal pignoramento degli immobili.

Il secondo passo consiste nell'incentivare i creditori a ristrutturare i prestiti in modo da dare ai mutuatari la possibilità concreta di rimborsare il proprio debito. L'esperienza mostra che i prestatori sono generalmente restii alla ristrutturazione anche nei casi in cui gli accantonamenti coprano la totalità o gran parte dei costi dei relativi stralci. Spesso preferiscono aspettare fino al punto di essere costretti a pignorare le proprietà ipotecate a seguito dell'inadempienza del mutuatario. Negli Stati Uniti agli inizi del 2012 erano oggetto di pignoramento 1,9 milioni di abitazioni, un numero solo di poco inferiore al picco di oltre 2 milioni toccato verso la fine del 2009. Il pignoramento potrebbe risultare ottimale nell'ottica del singolo creditore, ma comporta costi sociali rilevanti. Le case pignorate sono di norma vendute con uno sconto considerevole rispetto ai prezzi ottenuti mediante vendite volontarie, in parte a causa degli atti di vandalismo e del degrado di altro tipo cui sono soggette in attesa del pignoramento⁹. Pignoramenti su vasta scala potrebbero inoltre spingere al ribasso i prezzi delle abitazioni nell'area circostante, minando così la sostenibilità di mutui che altrimenti non si sarebbero deteriorati.

Vari sono i motivi per cui i creditori sono restii a ristrutturare i prestiti e concedere la remissione del debito. Anzitutto, alcuni prestiti potrebbero essere rimborsati anche dopo gravi casi di inadempimento, un'opportunità che andrebbe persa in caso di ristrutturazione. Questo disincentivo potrebbe essere particolarmente significativo nei sistemi giuridici in cui il creditore può rivalersi sul reddito futuro del mutuatario, oltre che sulla proprietà ipotecata. Non è inoltre facile determinare quale sia effettivamente il livello sostenibile del debito, specie laddove sussista incertezza riguardo all'andamento sia dei prezzi immobiliari sia dei redditi delle famiglie. Di conseguenza, sovente si verificano casi di insolvenza anche su prestiti ristrutturati⁹. La remissione del debito potrebbe poi incoraggiare nuove inadempienze nel portafoglio prestiti qualora venga interpretata come un segnale di condiscendenza dei creditori nei confronti dei prenditori problematici. Infine, i manager delle banche hanno il dovere di tutelare il valore dell'attivo del proprio istituto: mancare a tale dovere li esporrebbe al rischio di contenziosi.

Le autorità dispongono di varie possibilità per modificare gli incentivi dei creditori alla ristrutturazione dei prestiti. Un'opzione comunemente utilizzata è la creazione di società di asset management⁹ che acquistino i prestiti a prezzi allettanti, ossia leggermente superiori alle valutazioni correnti di mercato. In alternativa, le autorità possono offrire sussidi o garanzie sul debito ristrutturato a favore dei creditori che decidano di rinegoziare i prestiti. In alcuni casi, potrebbe rendersi necessario modificare l'assetto giuridico per eliminare gli ostacoli di natura tecnica alla ristrutturazione del debito⁹.

Indurre i creditori a riconoscere le perdite e incentivarli a ristrutturare i prestiti comporterà costi per le finanze pubbliche (quantomeno nel breve termine) e potrebbe creare azzardo morale. Ad

esempio, è possibile che l'offerta di condizioni più favorevoli alle famiglie fortemente indebitate rispetto a quelle più prudenti incoraggi in futuro un indebitamento sconsiderato. Tale rischio può essere attenuato inasprendo la regolamentazione delle prassi di prestito ipotecario. I costi per le finanze pubbliche nel momento in cui si assistano le famiglie nel ridurre l'onere debitorio rischiano di essere considerevoli, ma possono costituire un uso produttivo del denaro pubblico e favorire nel tempo una crescita in grado di autosostenersi. La ristrutturazione dei prestiti e l'offerta di remissione del debito in modo da contenere al minimo i casi di pignoramento sostengono inoltre il sistema bancario, contribuendo a spezzare il legame fra i problemi delle banche e il merito creditizio dell'emittente sovrano (Capitolo V). Nel lungo periodo, la creazione di società di asset management potrebbe persino arrecare benefici diretti all'erario, come già successo in numerosi episodi precedenti.

^① Cfr. J. Campbell, S. Giglio e P. Pathak, "Forced sales and house prices", *American Economic Review*, n. 101(5), 2011, pagg. 2108-2131. ^② Cfr. M. Adelino, K. Gerardi e P. Willen, "Why don't lenders renegotiate more home mortgages? Redefaults, self-cures and securitization", *NBER Working Papers*, n. 15159, luglio 2009. Per contro, il fatto che molti prestiti USA siano stati cartolarizzati non sembra rappresentare un importante ostacolo alla rinegoziazione. ^③ Cfr. L. Laeven e F. Valencia, "Systemic banking crises: a new database", *IMF Working Papers*, n. WP/08/224, 2008, per vari esempi di società di asset management. ^④ Cfr. FMI, *World Economic Outlook*, aprile 2012, Capitolo 3: "Dealing with household debt", per un'analisi di alcuni programmi di ristrutturazione dei prestiti.

dilemma. Tassi di interesse bassi ovviamente non serviranno a rallentare il boom del credito, ma tassi elevati potrebbero attirare flussi finanziari ancora maggiori, alimentando quindi un boom creditizio interno. La soluzione potrebbe consistere in un pacchetto di provvedimenti in cui tassi di interesse più elevati siano associati a misure di natura macroprudenziale, quali coefficienti patrimoniali più elevati e rapporti loan-to-value (LTV) inferiori. Anche se non dovessero riuscire a contenere la crescita del credito in modo rilevante, questi strumenti dovrebbero quantomeno rinforzare la capacità del sistema finanziario di resistere alle conseguenze di una contrazione creditizia.

In questo capitolo si sono affrontati problemi e soluzioni strutturali. Non si è invece parlato della crisi di fiducia che investe molte economie, in particolare nell'area dell'euro. In una situazione di crisi di fiducia, risolvere i problemi strutturali diviene molto più difficile e, al contempo, più vitale. Più difficile, perché la disoccupazione è già elevata e scarseggiano i finanziamenti pubblici che potrebbero alleggerire i costi dell'aggiustamento nel breve periodo. Più vitale, perché la fiducia non sarà ripristinata fintantoché le autorità non affronteranno le debolezze strutturali.