

Mercati e fiducia RECESSIONE, I TEMPI DI USCITA DALLA CRISI

di **PIERPAOLO BENIGNO**

UN mese fa il mercato azionario italiano perdeva circa il 67% rispetto ai valori registrati nel Luglio 2007, l'inizio della crisi finanziaria. Oggi la perdita si è ridotta e ammonta al 57%. Guardando da un'altra prospettiva, gli indici azionari hanno guadagnato più del 30% in un mese. Così è successo nel resto del mondo. È pensabile che i mercati finanziari già intravedano l'uscita dal tunnel?

In questa settimana il presidente dell'Eurogruppo, Juncker, ha sottolineato come l'Europa sia nel pieno di una profonda crisi dell'economia reale, una crisi totale e globale, e come ci sia poca certezza sulle vie di uscita. Obama e Bernanke vedono qualche barlume all'orizzonte, ma ancora tante nubi. A chi dobbiamo credere?

L'unica certezza è che tutte le crisi finanziarie e recessioni hanno una fine, anche quelle più gravi e profonde come questa. In sequenza, da uno scoppio di una bolla speculativa finanziaria si genera una crisi bancaria, una contrazione degli aggregati creditizi e quindi dell'economia reale con ripercussioni ulteriori su banche e intermediari finanziari. Non è la prima crisi con queste caratteristiche, né bisogna andare troppo lontano per trovarne simili: Norvegia 1987, Finlandia e Svezia 1991, Giappone 1992. Per la dimensione globale occorre invece scomodare la Grande Depressione del 1929.

In un recente articolo, The Aftermath of Financial Crises, Reinhart e Rogoff presentano una serie di statistiche descrittive sulle crisi bancarie più importanti del secolo scorso, circa una ventina di episodi, e mostrano come ci siano molte caratteristiche comuni: una caduta dei prezzi degli immobili e del mercato azionario, la contrazione del prodotto interno lordo e

l'aumento della disoccupazione, la crescita esplosiva del debito pubblico.

In media il mercato azionario si contrae del 55% dal picco più alto a quello più basso e la durata della contrazione è di 3 anni e mezzo. I prezzi delle case scendono del 35% su un periodo di 6 anni, mentre la disoccupazione sale di 7 punti percentuale su un orizzonte di 5 anni. Il dato più confortante è quello sulla contrazione del prodotto interno lordo, circa il 9% su un periodo medio di 2 anni.

Il debito pubblico sale dell'80% in termini reali, non tanto per i salvataggi bancari ma per le minori entrate fiscali dovute alla recessione.

Sarebbe inappropriato usare questi dati per fare delle previsioni puntuali, ma la visione d'insieme non è incoraggiante date le similitudini con la crisi attuale. La severità con la quale il settore bancario è stato colpito dal collasso dei mercati dei derivati creditizi prima, e poi da quello dei mercati finanziari e dell'economia reale si manifesta ancora oggi in differenziali alti dei tassi interbancari rispetto a quelli privi di rischio. Anche i premi per il rischio sui possibili fallimenti di società e governi sono decisamente significativi. Segno che occorre ancora del tempo prima che la situazione si normalizzi.

Ci sono alcuni segnali di speranza. Il ritmo a cui le economie si contraggono sta diminuendo, lasciando presagire che il fondo della recessione potrebbe essere prossimo o già stato toccato. In parti-

colare, il mercato delle case negli Stati Uniti, l'origine della crisi, sembra riprendere vigore.

Un livellamento della contrazione dell'economia reale è il primo passo verso una ripresa se viene accompagnato da una stabilizzazione dei mercati finanziari e creditizi. Cosa più importante, gli impulsi di politica economica sono nella giusta direzione, in particolare negli Stati Uniti. Il caso ha voluto che uno dei più grandi studiosi della Grande Depressione, e dei meccanismi di propagazione del canale creditizio all'economia reale, sia proprio Bernanke. La creatività della politica monetaria della Fed attraverso le continue iniezioni di liquidità al sistema è uno stimolo fondamentale sia per l'economia americana che per quella mondiale-probabilmente sarà quello risolutivo.

Questa crisi è diversa dalla Grande Depressione anche perché sono trascorsi quasi ottant'anni di teorie economiche - tanto criticate ora - che tuttavia offrono notevoli spunti di riflessione per comprendere l'evoluzione e la propagazione di shock importanti ai sistemi economici. Non hanno ruolo previsivo ma eventualmente curativo - e lo stanno mostrando. In fondo ad un medico non viene chiesto di prevedere chi sia il prossimo malato, ma di curare chi già lo è. Le recessioni non sono malattie terminali.

