

Scenari internazionali e mercati finanziari: evoluzioni e prospettive – l'area euro

Livio Stracca

Banca Centrale Europea

Convegno “Scenari internazionali e mercati finanziari per il 2009”
Roma, 3 dicembre 2008

Piano della presentazione

- 1. Una fotografia dei momenti cruciali della crisi in atto**
- 2. Alcune considerazioni sulla natura della crisi**
- 3. La risposta di politica economica in Europa**
- 4. Conclusioni**

NB: Non tratterò di previsioni e delle prospettive di politica monetaria: su questo prego sintonizzarsi domani con Francoforte!

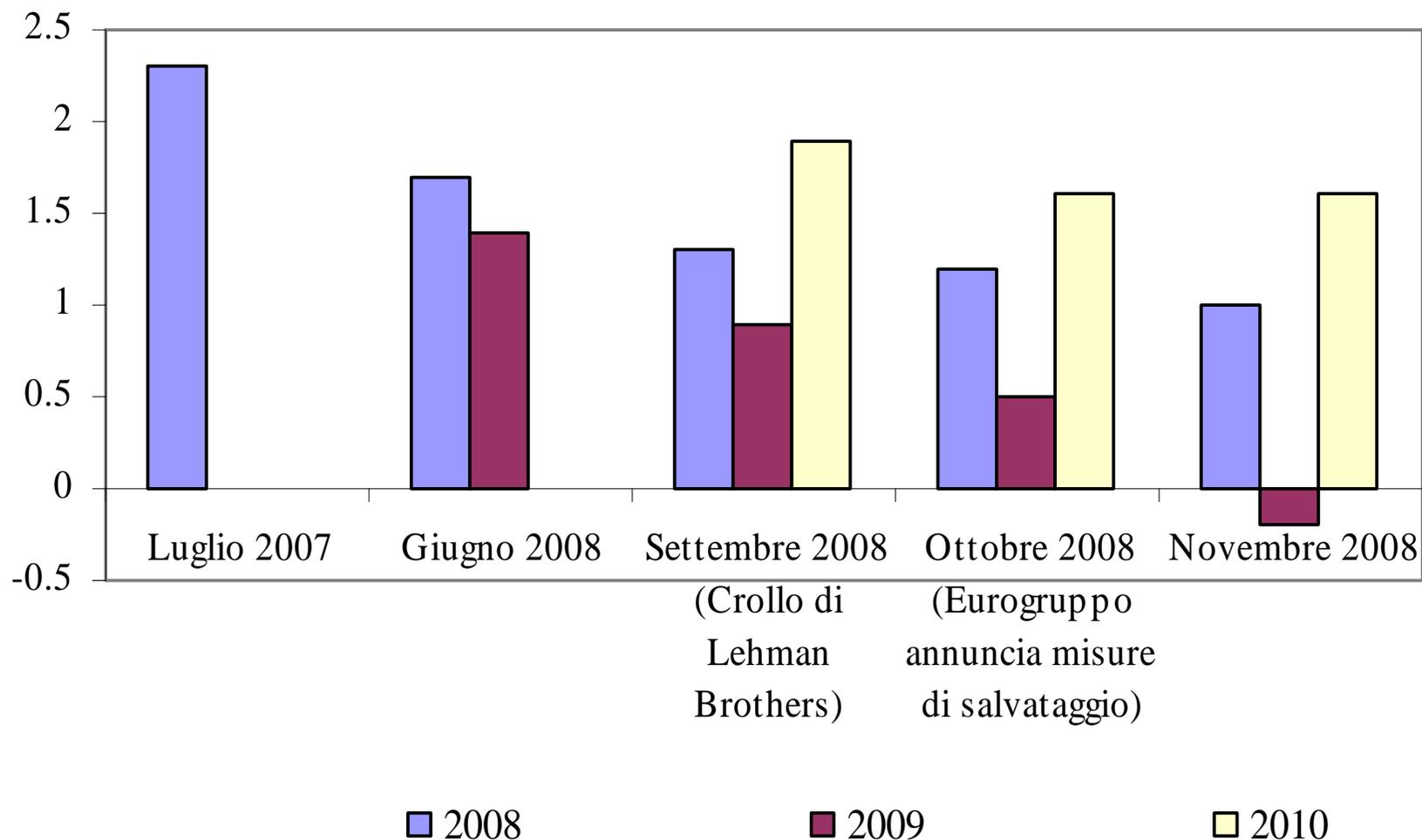
Piano della presentazione

- 1. Una fotografia dei momenti cruciali della crisi in atto**
- 2. Alcune considerazioni sulla natura della crisi**
- 3. La risposta di politica economica in Europa**
- 4. Conclusioni**

Una “fotografia” della situazione in 5 momenti importanti per la crisi

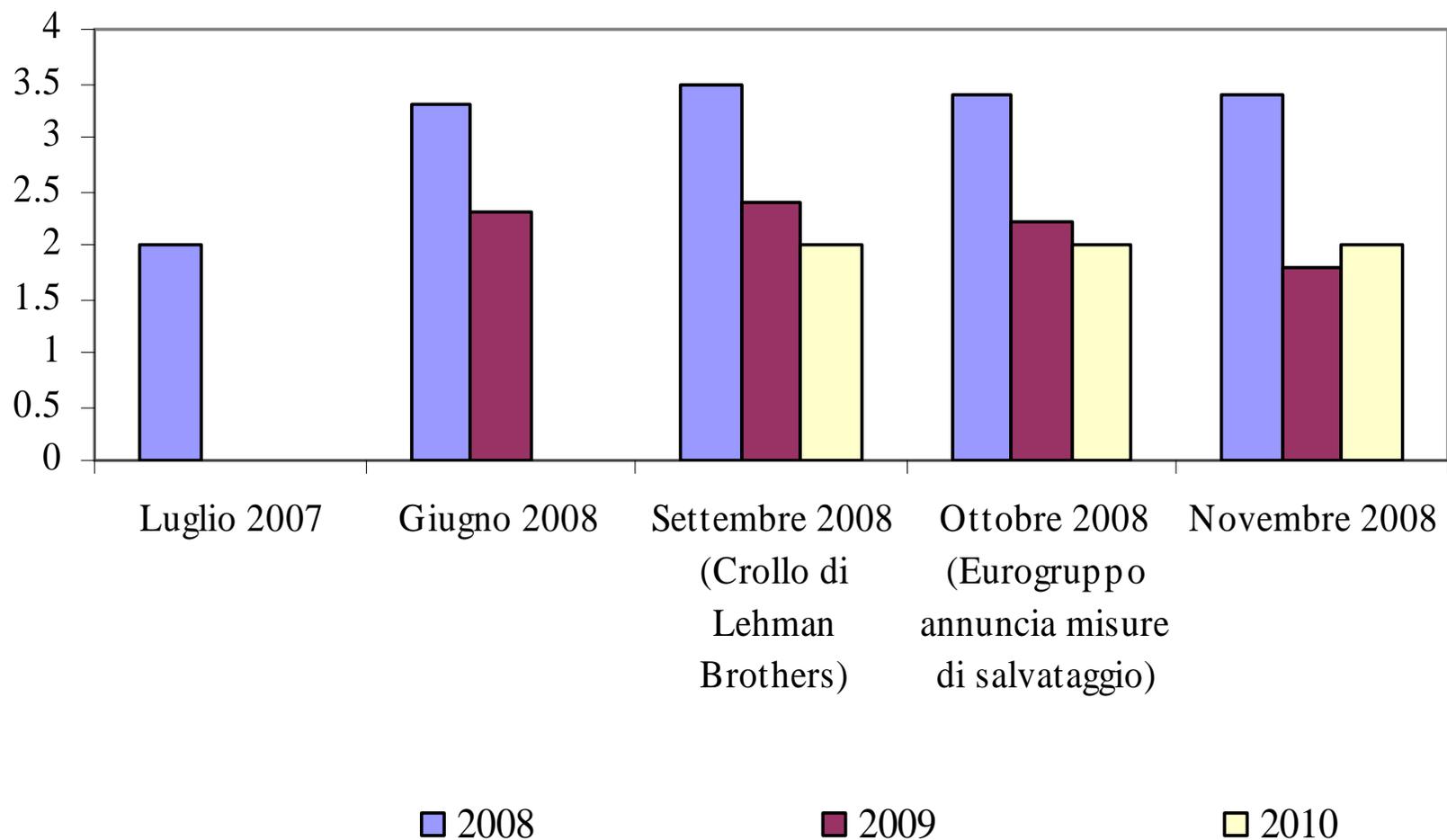
- 1. Fine giugno 2007: la calma prima della tempesta**
- 2. Fine giugno 2008: prima dell’ultimo rialzo dei tassi BCE**
- 3. 16 settembre 2008: crollo di Lehman Brothers**
- 4. 12 ottobre 2008: l’Eurogruppo annuncia una serie di misure di supporto alle banche, grande sollievo (momentaneo) sui mercati**
- 5. La situazione a metà novembre 2008**

Drastica riduzione delle previsioni di crescita



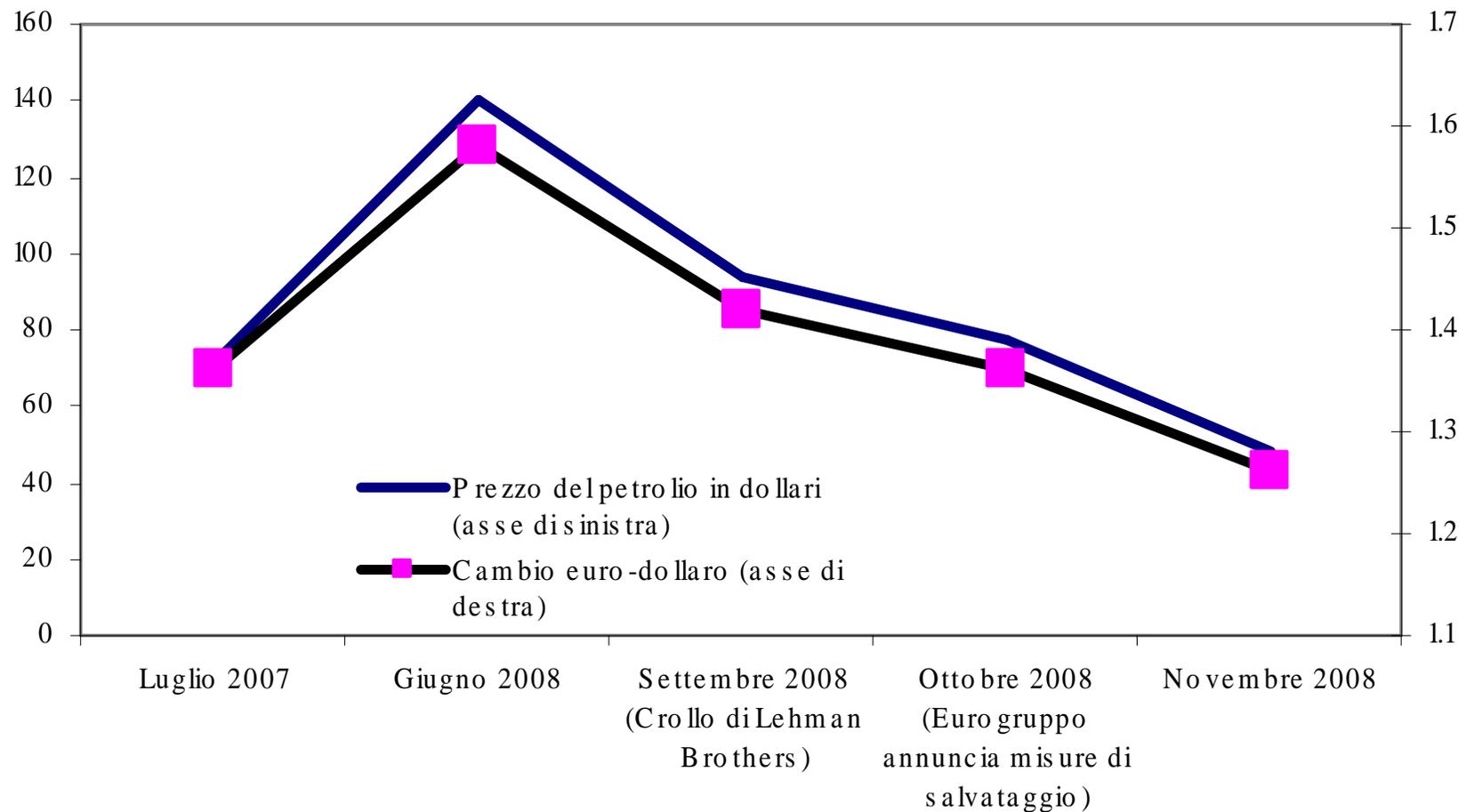
Fonte: Consensus Forecast.

Riduzione contenuta delle previsioni di inflazione

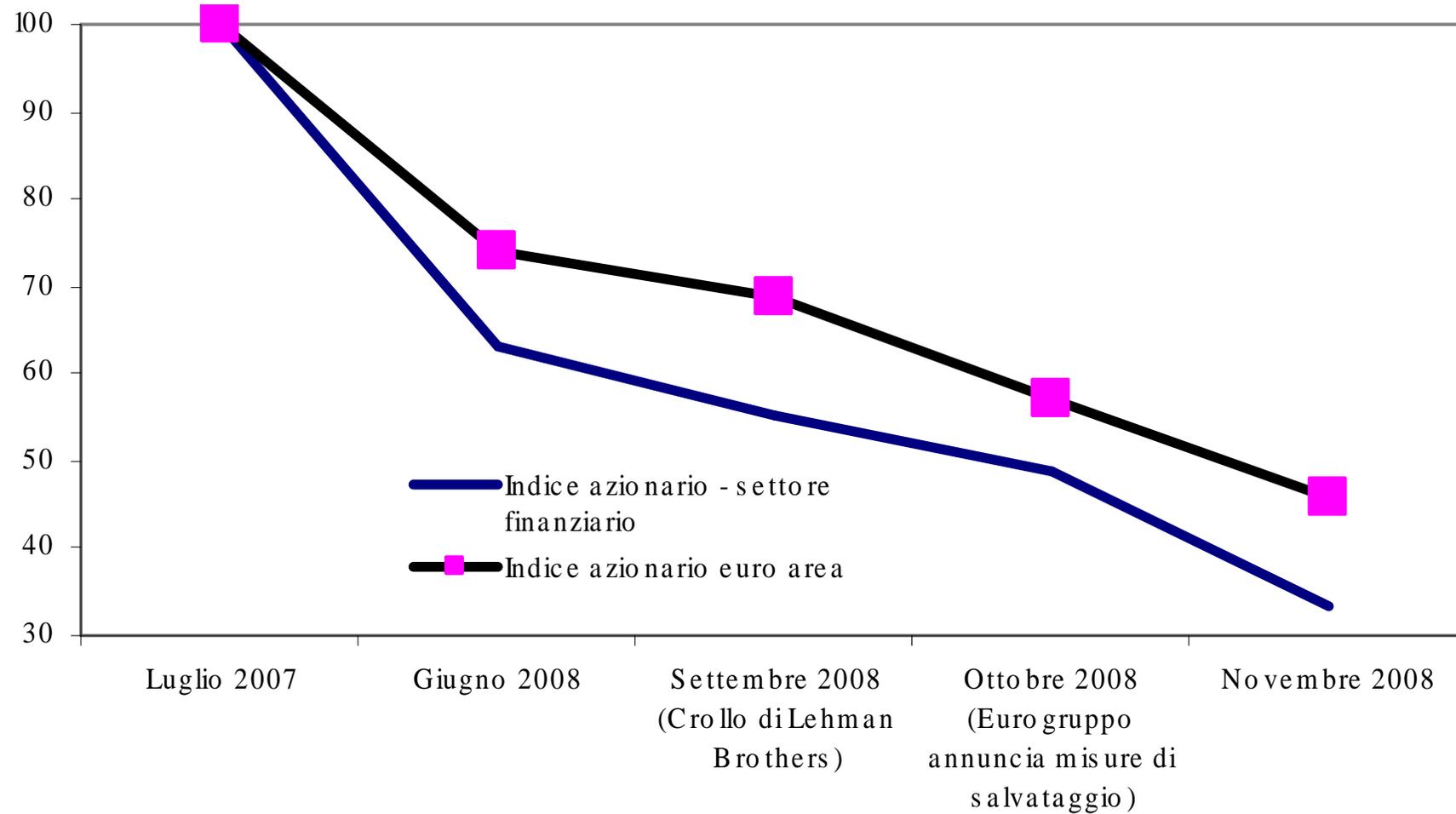


Fonte: Consensus Forecast.

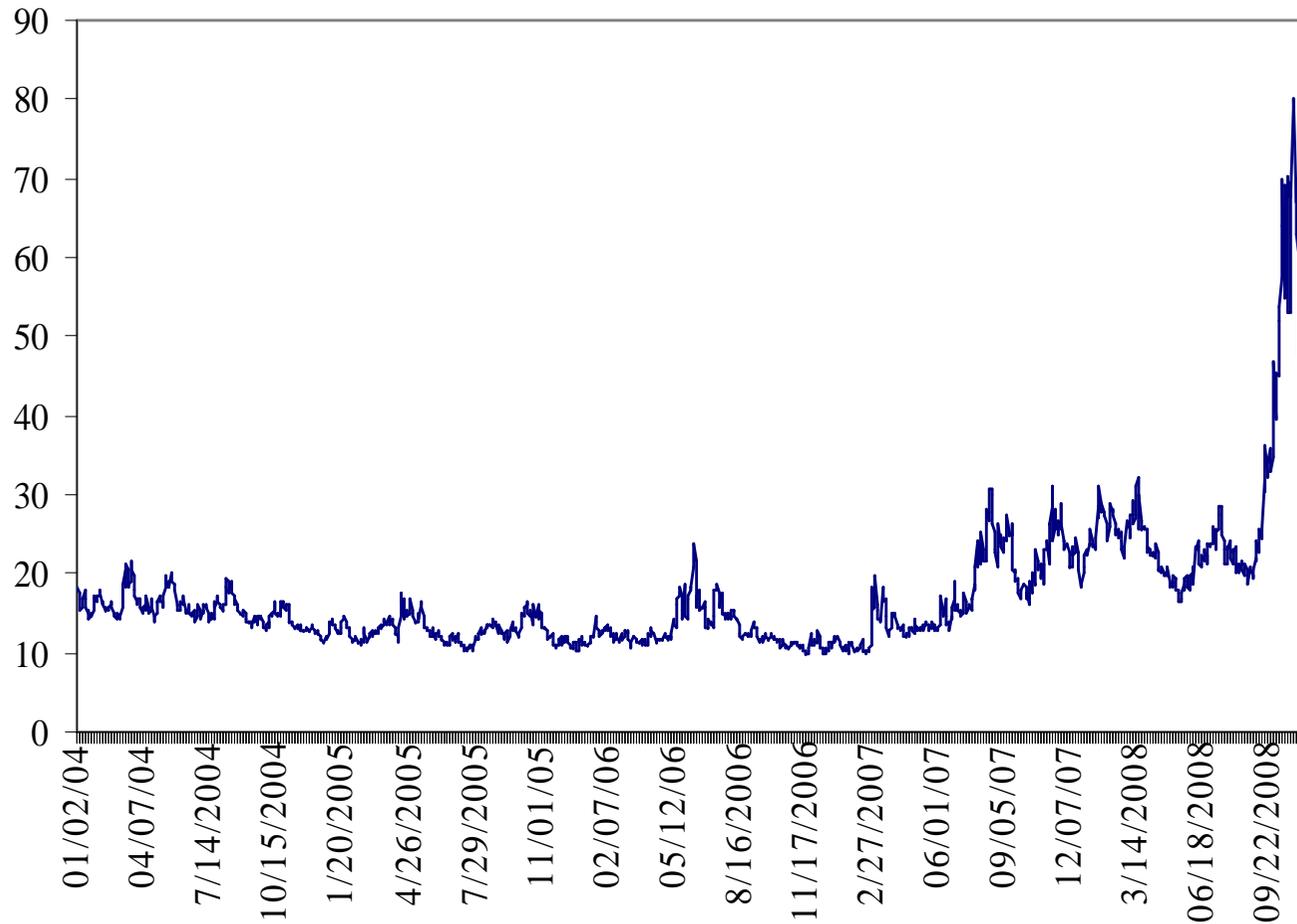
Prezzo del petrolio e cambio euro-dollaro si sono mossi insieme



Il mercato azionario ha perso, soprattutto il settore finanziario

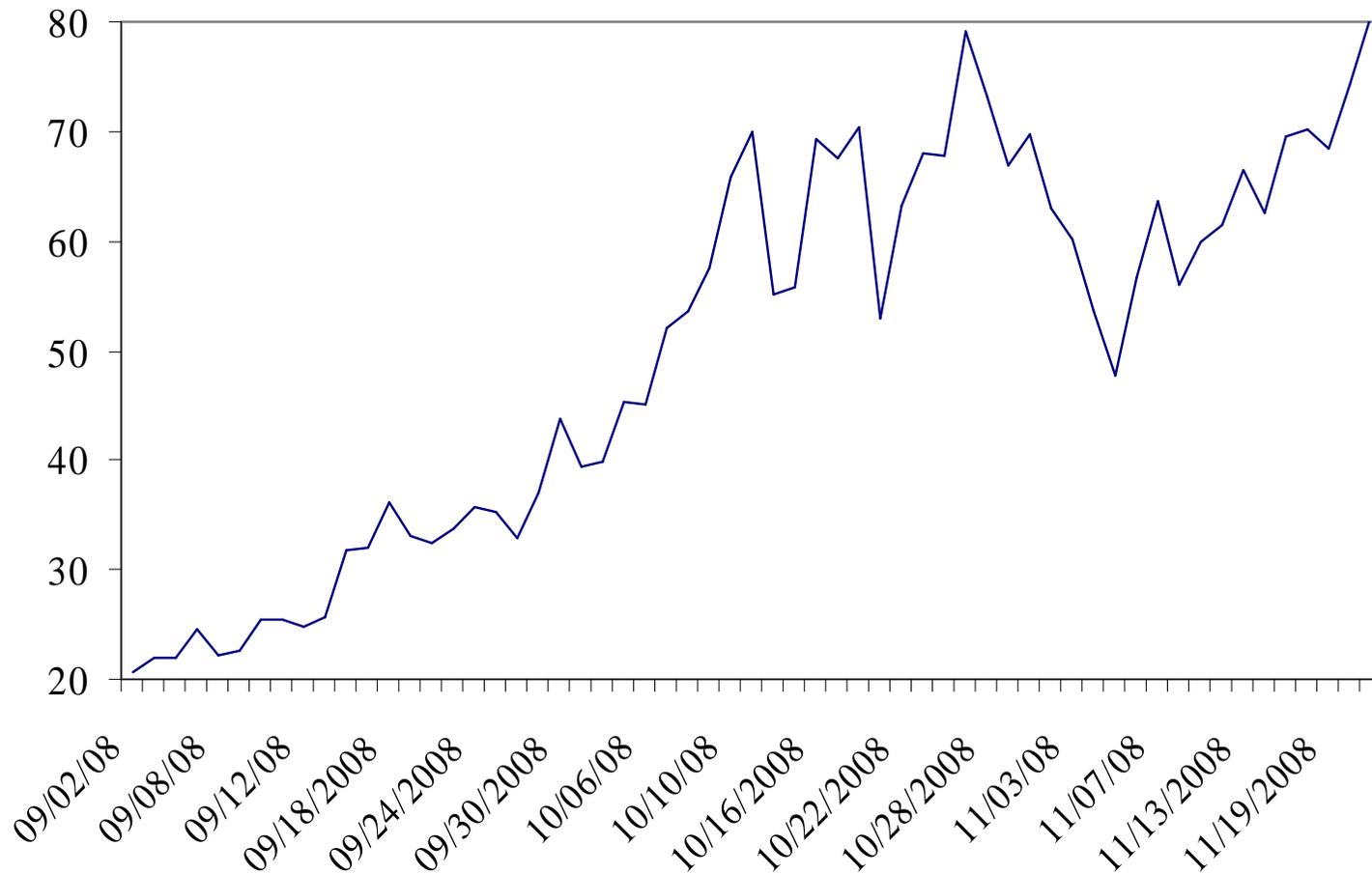


La volatilità del mercato azionario è stata eccezionalmente alta



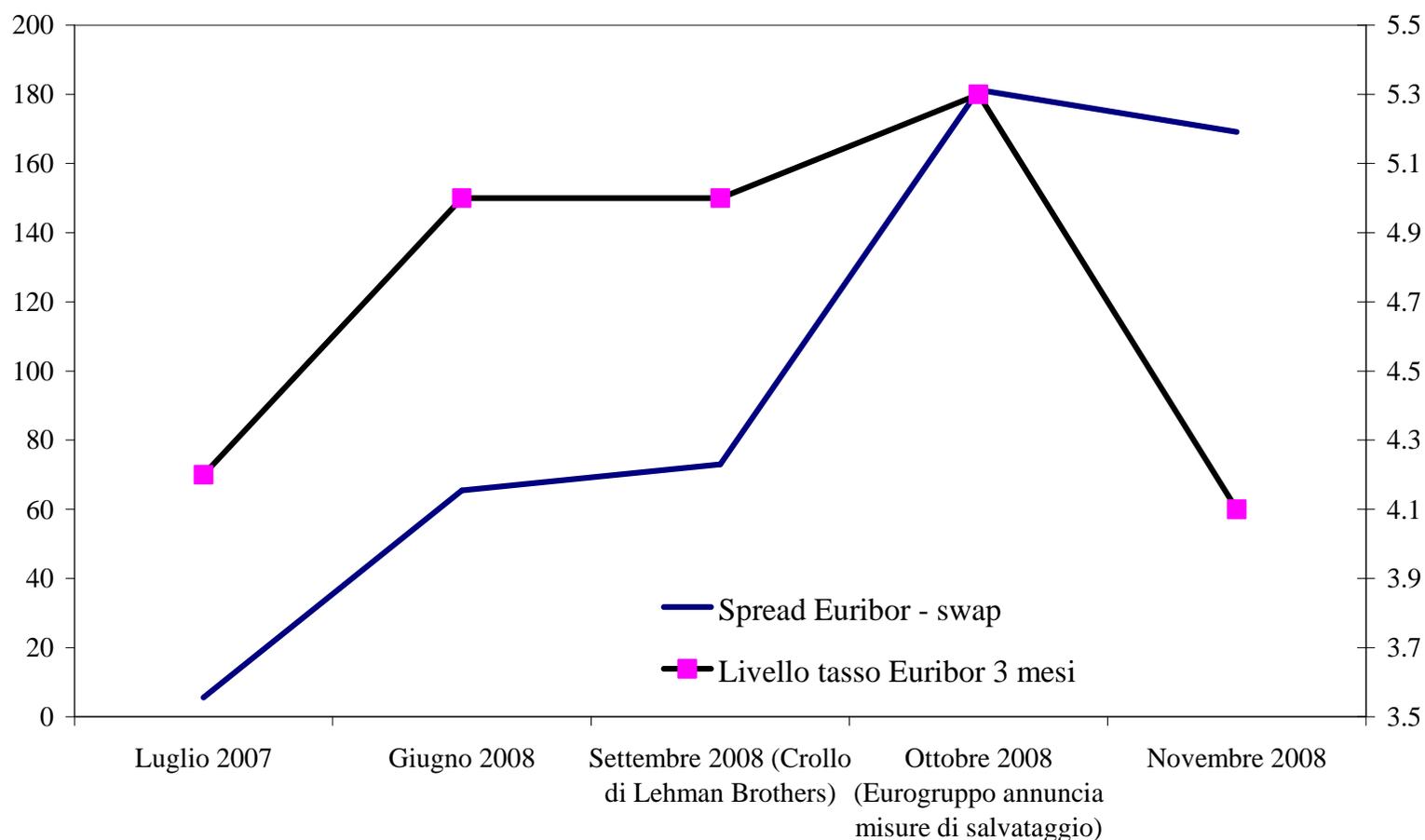
Nota: Chicago Board Options Exchange Volatility Index.

.. specialmente dal crollo di Lehman in poi



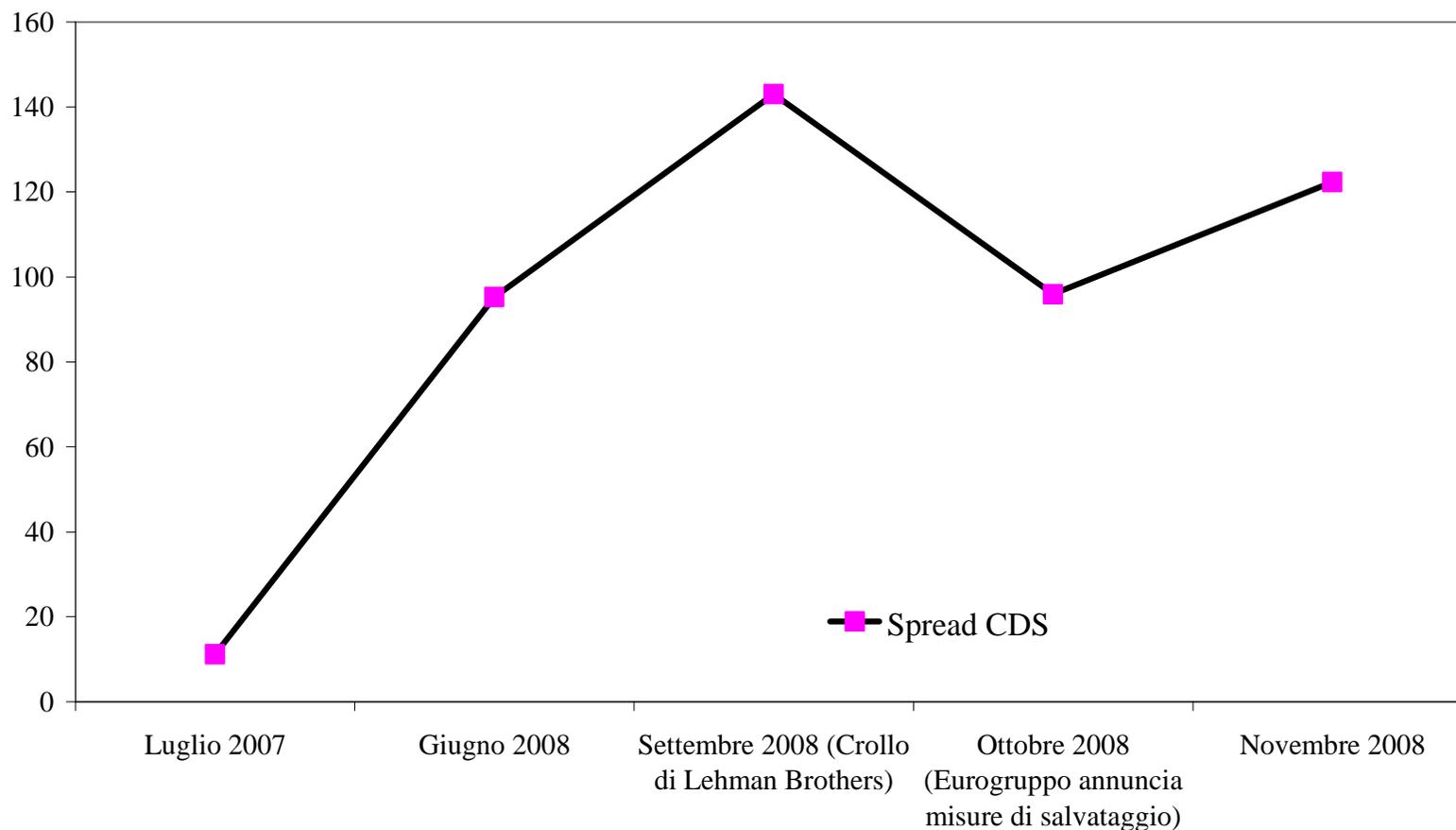
Nota: Chicago Board Options Exchange Volatility Index.

Gli spread sul mercato monetario rimangono eccezionalmente elevati



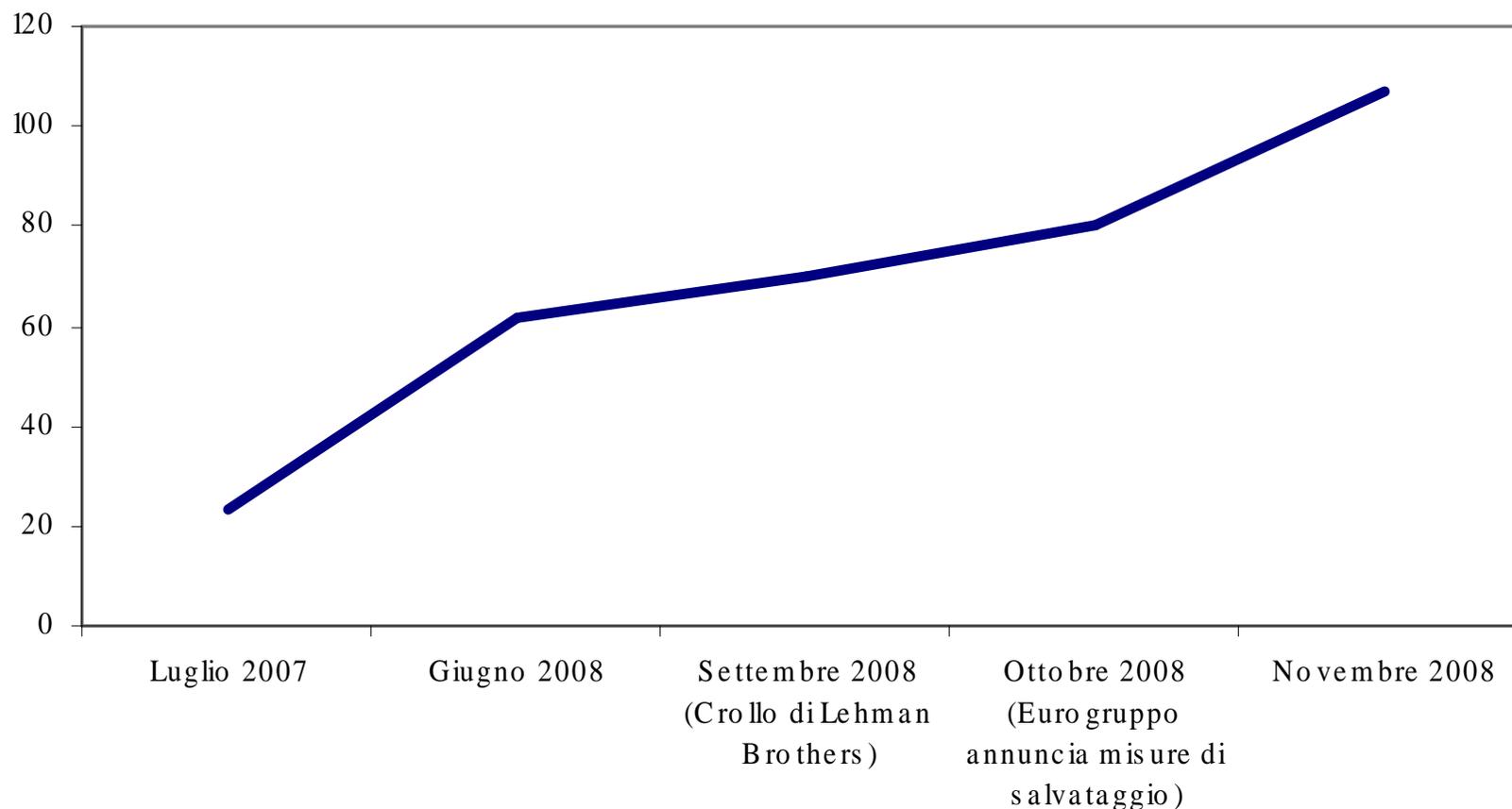
Fonte: BCE. La scala di sinistra si riferisce allo spread in punti base, quella di destra al livello in punti percentuali.

Il rischio di default nel settore finanziario è percepito ancora molto elevato



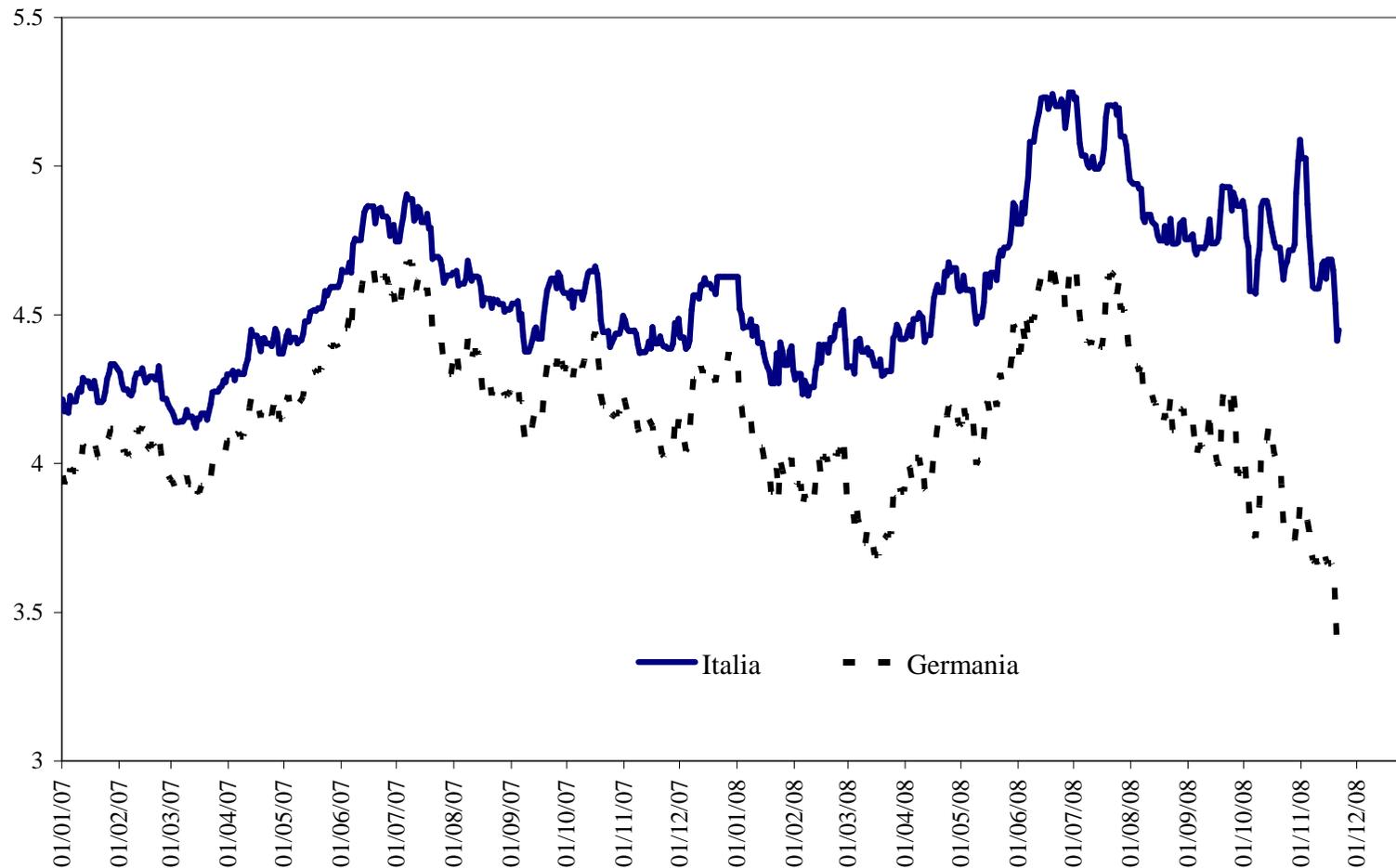
Fonte: iTraxx Europe a 5 anni, senior financials.

Gli spread a lungo termine si sono sorprendentemente allargati ...



Nota: Differenziale di interesse a 10 anni, Italia-Germania, in punti base.

... in un contesto in cui i titoli considerati “sicuri” divengono sempre più appetibili



Nota: Tassi d'interesse a 10 anni, titoli di Stato.

Piano della presentazione

- 1. Una fotografia dei momenti cruciali della crisi in atto**
- 2. Alcune considerazioni sulla natura della crisi**
- 3. La risposta di politica economica in Europa**
- 4. Conclusioni**

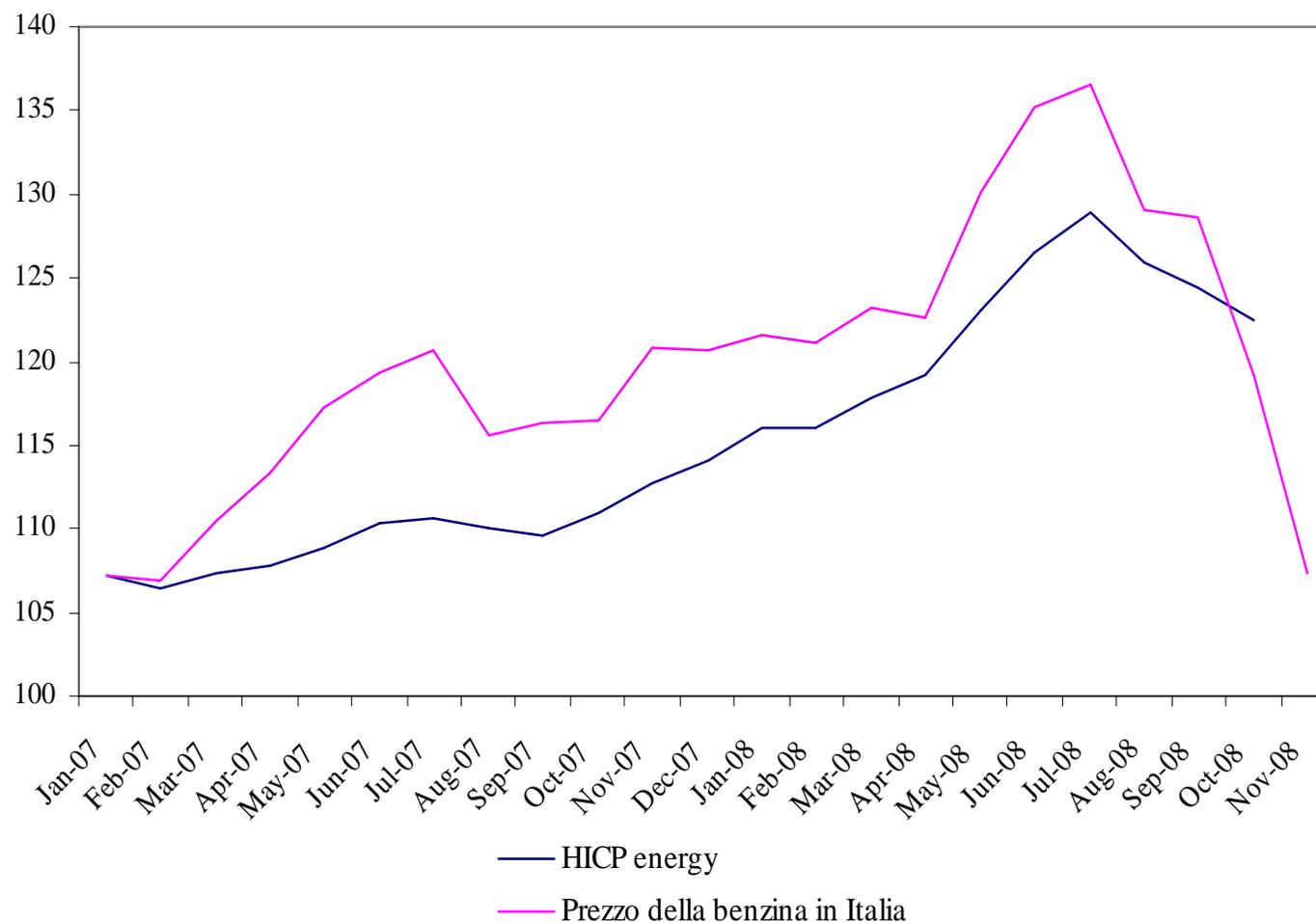
Cosa ha determinato la recessione nell'area euro?

- **Che ci sia una recessione in corso è ormai evidente, ma non vi è chiarezza sulle cause**
- **Ci sono diversi candidati, almeno 6 fattori: non ne è evidente l'importanza quantitativa:**
 - **Aumento del prezzo delle materie e prime e apprezzamento dell'euro fino all'estate?**
 - **Stretta creditizia legata alla crisi finanziaria?**
 - **Crollo del settore delle costruzioni?**
 - **Crollo della domanda estera, in particolare dagli Stati Uniti?**
 - **Fiducia (di consumatori e imprese)? Aumento del tasso di risparmio?**
 - **Crollo del sistema di “Bretton Woods II”?**

I. Aumento delle materie prime e apprezzamento del cambio?

- **Dall'estate 2008 abbiamo assistito ad un crollo dei prezzi delle materie prime, in particolare il petrolio ma non soltanto**
- **Questo si è già riflesso in una flessione dell'inflazione "headline"**
- **Vi sono degli effetti ritardati, ma non possono essere molto prolungati ...**
- **... a meno che agiscano sul grado di fiducia delle famiglie**
- **In ogni caso, la recessione sembra risultare da uno shock di domanda, non di offerta**

Fare il pieno di benzina costa meno



Fonte: Eurostat e Ministero delle Attività Produttive. Gennaio 2007=100. Il prezzo della benzina si riferisce alla benzina verde.

2. Stretta creditizia dopo la crisi finanziaria?

- **Nell'area euro, malgrado le gravi turbolenze sul mercato finanziario, non vi è (ancora) evidenza di una flessione del credito dal lato delle quantità, soprattutto alle imprese**
- **Vi sono, tuttavia, segnali di inasprimento delle condizioni di offerta di credito bancario che emergono dall'indagine sul credito bancario della BCE**
- **Inoltre, in molti paesi dell'area euro i tassi d'interesse sui mutui sono legati all'Euribor, e questo ha determinato un forte aumento dello spread con il tasso d'interesse sui titoli sicuri (come i titoli di Stato)**
- **Tuttavia, il livello dei tassi d'interesse sui mutui, che è quello che conta per famiglie e imprese, ha beneficiato dei ribassi dei tassi d'interesse decisi dalla BCE**

3. Crollo delle costruzioni?

- **Una riduzione dei prezzi delle case può determinare una flessione della domanda di costruzioni, soprattutto per scopi residenziali**
- **Questo sembra essere rilevante soprattutto per la Spagna; non vi è evidenza che giochi un ruolo chiave per gli altri principali Paesi europei**

4. Calo della domanda estera?

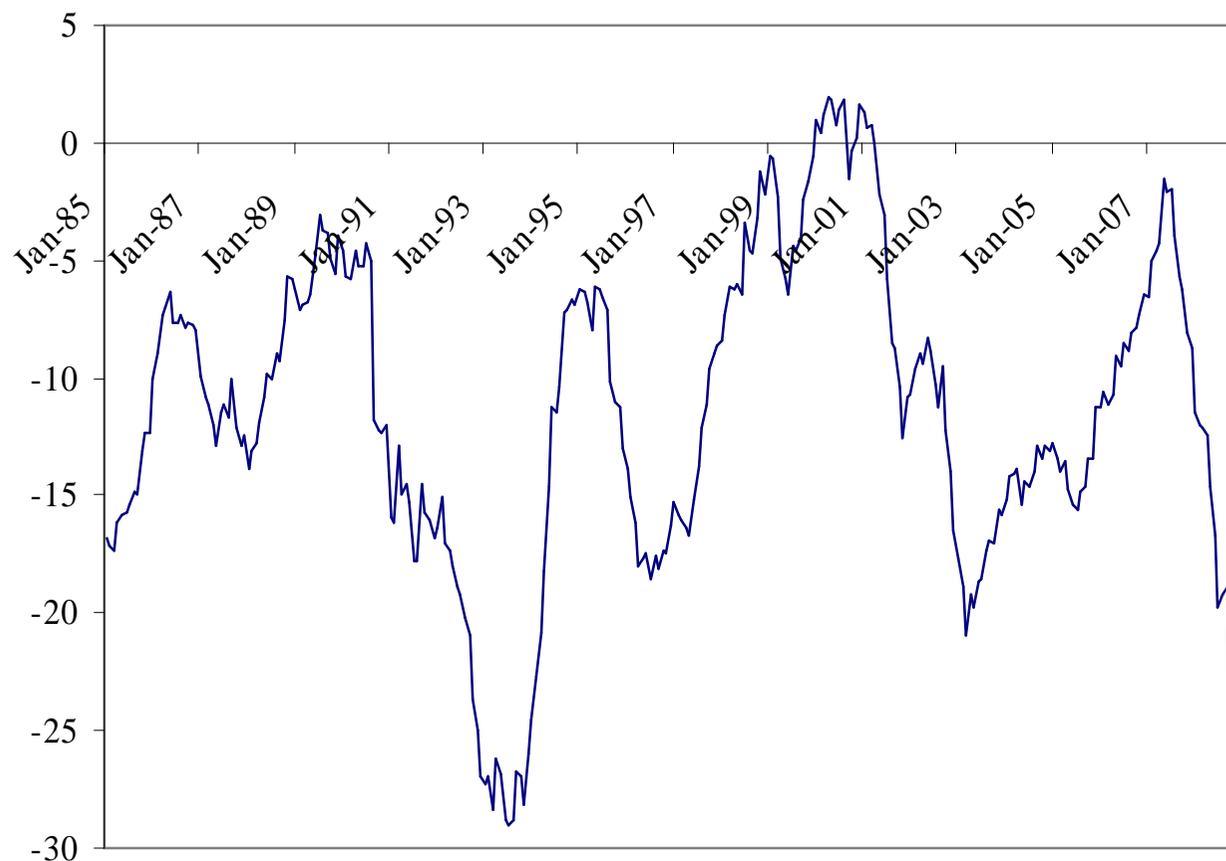
- **Un segno distintivo della crisi attuale è la sua natura globale, almeno nei Paesi avanzati**
- **Ci sono quindi ripercussioni negative attraverso i confini nazionali**
- **Rilevante soprattutto per le economie dell'area euro la cui crescita dipende soprattutto dalle esportazioni (es. Germania, ma anche Italia)**
- **Tuttavia, la spiegazione per l'area euro non può finire qui, per due motivi;**
 - **La flessione dell'economia è stata generalizzata anche in termini temporali**
 - **L'area euro è la seconda economia del mondo!**

5. Calo della fiducia (gli “spiriti animali” di Keynes)?

- **Crollo del mercato azionario e caduta del prezzo delle case in alcuni Paesi (Spagna, Irlanda) determinano un effetto ricchezza negativo**
- **Inoltre, la crisi è stata su tutti i giornali e le televisioni: impossibile non accorgersene!**
- **Questo può aver determinato un crollo della fiducia dei consumatori e un aumento del tasso di risparmio desiderato: il classico shock di domanda!**

5. Calo della fiducia?

Grado di fiducia dei consumatori



Fonte: Commissione Europea. I dati si riferiscono all'area euro.

6. Collasso del sistema di “Bretton Woods II”?

- Secondo molti osservatori (semplificando), l'economia mondiale si reggeva sul consumatore americano, che prendeva soldi a prestito grazie alla finanza facile
- Il resto del mondo, e in particolare le maggiori nazioni manifatturiere (Germania, Giappone, Cina) vivevano di esportazioni verso gli Stati Uniti
- Questo sistema si reggeva su (i) ruolo del dollaro come moneta di riserva internazionale, (ii) superiorità del sistema finanziario americano
- Venuta meno la fiducia del mondo su (ii), il consumatore americano ha smesso di consumare e questo ha messo in crisi un intero modello di sviluppo
- Se questo è dietro la crisi, il riaggiustamento (compresa maggiore domanda interna in Germania, Giappone e Cina) sarà lungo e complesso

Studio FMI recente sulle recessioni

- **Claessens, Kose e Terrones (2008): “What happens during recessions, crunches and busts?”.**
- **Analizzano 122 recessioni in 21 Paesi OCSE**
- **Trovano che la recessione “tipica” dura 4 trimestri e determina una contrazione del reddito del 2 per cento**
- **Le recessioni sono generalmente sincronizzate tra Paesi**
- **Le recessioni durano di più se sono associate ad una stretta creditizia e ad un crollo dei prezzi delle attività (case e azioni)**
- **Le recessioni sono più lunghe e più gravi quando sono associate a shock di offerta, es. aumento dei prezzi delle materie prime**

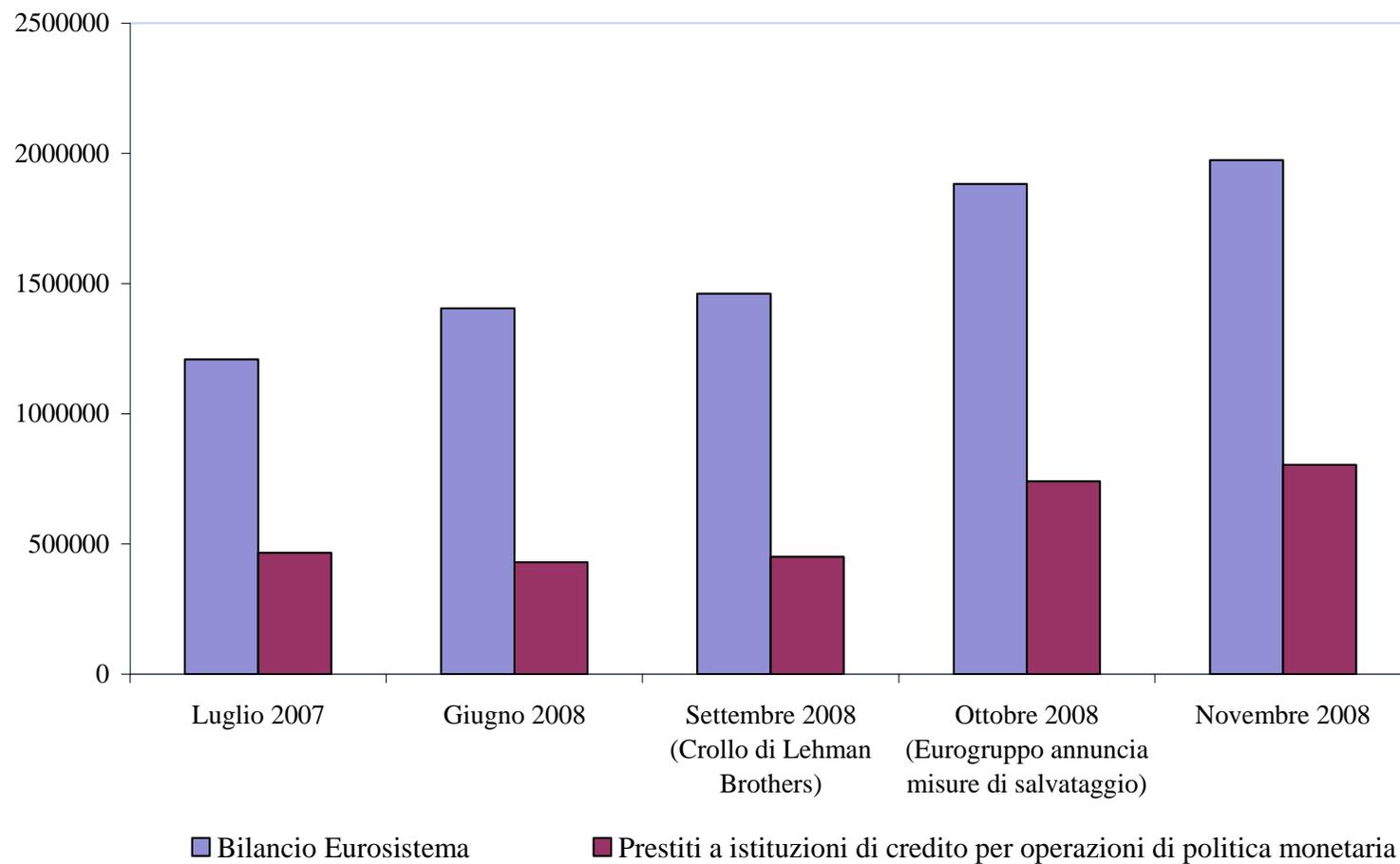
Piano della presentazione

- 1. Una fotografia dei momenti cruciali della crisi in atto**
- 2. Alcune considerazioni sulla natura della crisi**
- 3. La risposta di politica economica in Europa**
- 4. Conclusioni**

Come si affronta uno shock di domanda?

- **In teoria, affrontare uno shock di domanda è semplice: basta fare una politica monetaria e di bilancio più espansiva, fino ad annullarne l'effetto**
- **In pratica, è molto più difficile per tre ragioni:**
 - **Per la politica monetaria: la trasmissione della politica monetaria non funziona se il settore bancario è in grave difficoltà o se il mercato interbancario è paralizzato, e passi straordinari sono stati presi (sia dai governi che dall'Eurosistema) per tentare di ripristinarne la fiducia;**
 - **Per la politica di bilancio, in alcuni Paesi (come l'Italia) lo spazio di manovra è molto ridotto per l'alto livello del debito**
 - **La natura internazionale della crisi rende importante il coordinamento internazionale, a vari livelli (G7, G20, Europa)**

Aumento dell'attività di intermediazione dell'Eurosistema



Fonte: BCE. Dati in milioni di euro.

Il piano di politica economica proposto dalla Commissione Europea

- **Solo una proposta della Commissione; le misure saranno decise al prossimo vertice del Consiglio**
- **Si fonda su 2 pilastri:**
 - **Stimolo di bilancio pari al 1,5% del Pil della UE-27 (200 miliardi in totale; 170 dagli Stati Membri e 30 dall'Unione; 15 dalla Banca Europea per gli Investimenti); lo stimolo di bilancio deve tenere conto della situazione di partenza degli Stati Membri e in coerenza con il Patto di Stabilità e Crescita**
 - **Azione a breve termine per rilanciare riforme strutturali coerenti con l'Agenda di Lisbona (investimenti “intelligenti”, in particolare in infrastrutture – es. internet ad alta velocità –, capitale umano, tecnologie ambientali)**

Conclusioni

- **La crisi attuale presenta numerosi punti di somiglianza con il passato, ma anche alcune caratteristiche specifiche**
- **La natura globale della crisi e il collasso dei mercati finanziari all'ingrosso (compreso l'interbancario) sono elementi distintivi di questa crisi**
- **Tuttavia, la risposta delle autorità è stata rapida e ci sono i presupposti perché questa recessione non sia (troppo) diversa dalle centinaia che l'anno precedente**