



www.lavoce.info

[Conti Pubblici](#) / [Internazionali](#)

## V COME RIPRESA

di [Carlo Favero](#) 13.10.2009

*Sarà una W o una V la lettera che descriverà l'andamento grafico del tasso di crescita dell'economia americana e di quella mondiale nel corso del prossimo anno? I dati del secondo semestre 2009 sostengono l'ipotesi che la combinazione di politica fiscale e monetaria ha avuto successo nel contrastare gli effetti dello shock di domanda. Il rientro delle misure fin qui adottate potrebbe però portare a un secondo minimo. Ma questa analisi non tiene conto del ruolo dell'incertezza nel determinare il ciclo economico. E il suo andamento fa pensare che vedremo una V.*

Sarà una W o una V la lettera che descriverà l'andamento grafico del **tasso di crescita** dell'economia americana e di quella mondiale nel corso del prossimo anno?

### L'ANALISI TRADIZIONALE

La Figura 1 riporta l'andamento del tasso di crescita annuale del prodotto interno lordo statunitense.

I dati disponibili più recenti dicono che, dopo essere passata da una crescita del 2 per cento in termini reali nel 2007 a una contrazione del 4 per cento nel secondo trimestre 2009, l'economia americana darà i primi **segni di ripresa** nel terzo trimestre 2009. La questione rilevante è se i dati di fine 2009 e inizio 2010 ci porteranno a vedere una W, come nella recessione "double dip" (con un doppio punto di minimo, appunto come nella lettera W) del 1981-82 o una V come è capitato nelle recessioni del 1974-75 e del 1990-91?

La possibilità di una **W** nasce da un'analisi macroeconomica tradizionale della risposta del settore pubblico e del settore privato alla crisi finanziaria.

Le autorità di politica monetaria e fiscale hanno risposto alla crisi con un'azione combinata di **espansione monetaria**, attuata con mezzi ordinari (abbassamento dei tassi di interesse fino a zero) e mezzi straordinari (iniezioni di liquidità), e di aumento della **spesa pubblica**. Nel momento in cui le politiche cominciano ad avere effetto sulla crescita è importante comunicare ai mercati le "exit strategy" fiscali. Infatti, in assenza di una politica di rientro credibile, che scongiuri il pericolo di una spirale di debito pubblico, i **tassi di interesse** a lungo termine potrebbero alzarsi per due motivi: l'anticipazione di una risposta restrittiva delle autorità di politica monetaria all'inazione delle autorità

di politica fiscale e l'aumento del premio per il rischio richiesto per detenere titoli di Stato a lungo termine.

Il settore privato ha subito un rilevante **shock alla ricchezza** sia sul fronte di quella investita in beni immobili, la crisi è iniziata proprio per la contrazione dei prezzi delle case negli Stati Uniti, sia sul fronte della ricchezza mobiliare e in particolare azionaria. Lo shock alla ricchezza ha generato una contrazione del consumo statunitense e quindi una contrazione nel consumo mondiale che potrebbe cominciare a far sentire i suoi effetti sulla crescita nel momento in cui le autorità di politica fiscale inizino ad avviare un'operazione di consolidamento che appare inevitabile e facciano di conseguenza venire meno lo stimolo fiscale all'economia.

L'analisi tradizionale interpreta il potenziale pericolo della W, cioè della recessione "double dip", come la conseguenza della risposta di politica economica a uno shock di domanda. L'intervento pubblico, impedendo il collasso del sistema bancario e finanziario, ha disinnescato gli elementi di straordinarietà dell'origine della crisi del 2007-2010, e quindi ci troviamo ora di fronte a un ordinario shock negativo di domanda. I dati della crescita nel secondo semestre del 2009, sostengono l'ipotesi che la combinazione di politica fiscale e monetaria ha avuto successo nel contrastare gli effetti dello **shock di domanda**, rimane però aperta la possibilità di un secondo minimo del ciclo, originato dal rientro delle politiche fiscali e monetarie.

## L'IMPORTANZA DELL'INCERTEZZA

L'analisi tradizionale della crisi rinnega però l'importanza dell'incertezza nella determinazione del ciclo economico. In una serie di recenti contributi, l'economista di Stanford Nicholas Bloom ne ha invece sottolineato la straordinaria importanza. **(1)**

Un aumento dell'**incertezza** genera una contrazione dell'economia attraverso il calo dei consumi, che si riducono per l'aumento del risparmio precauzionale, e degli investimenti, che si riducono perché l'incertezza fa aumentare il valore di mantenersi aperta l'opzione di investire nel futuro e quindi genera un atteggiamento di attesa da parte degli investitori.

Bloom propone di misurare l'incertezza attraverso la volatilità implicita nel **mercato azionario**. Riportiamo nella Figura 2 l'andamento della crescita americana insieme a quello di due indicatori di incertezza: la volatilità implicita nel mercato azionario e il differenziale di rendimento sui titoli a lungo termine emessi dalle aziende con rating BAA e i titoli della stessa durata emessi dalle aziende con rating più elevato di AAA. I due indicatori sono chiaramente altamente correlati perché un aumento dell'incertezza è accompagnato dal "flight to quality" che porta gli investitori (finanziari) a sostituire nei loro portafogli attività finanziarie meno rischiose ad attività finanziarie più rischiose. Entrambi gli indicatori mostrano un **crollò dell'incertezza** nella seconda parte del 2009 che rivela un comportamento molto diverso da quello evidenziato nelle recessioni "double dip" del 1974-75 e del 1990-91.

La lunga serie storica dello spread BAA-AAA resa disponibile nella [banca data online Fred](#) della Reserve of St. Louis ci permette di estendere l'analisi comparata dello spread e delle recessioni al campione 1920-2009.

Nella Figura 3 riportiamo lo spread assieme ai periodi identificati come di recessione dal National Bureau of Economic Research, evidenziati in grigio. L'analisi del grafico rivela che se da un lato lo spread ha raggiunto nella recessione attuale livelli visti solamente nella crisi del 1929, dall'altro la

velocità con cui è rientrato verso valori medi nel corso della seconda parte del 2009 è senza precedenti storici.

L'analisi dell'andamento dell'incertezza fa pensare che vedremo una V, probabilmente una **bella V maiuscola**.

(1) Bloom N.(2009) "[The Impact of Uncertainty Shocks](#)" , *Econometrica*, May 2009. Bloom N., M. Floetotto and N. Jaimovich (2009) "[Really Uncertain Business Cycles](#)", disponibile nella [home page di N. Bloom](#).

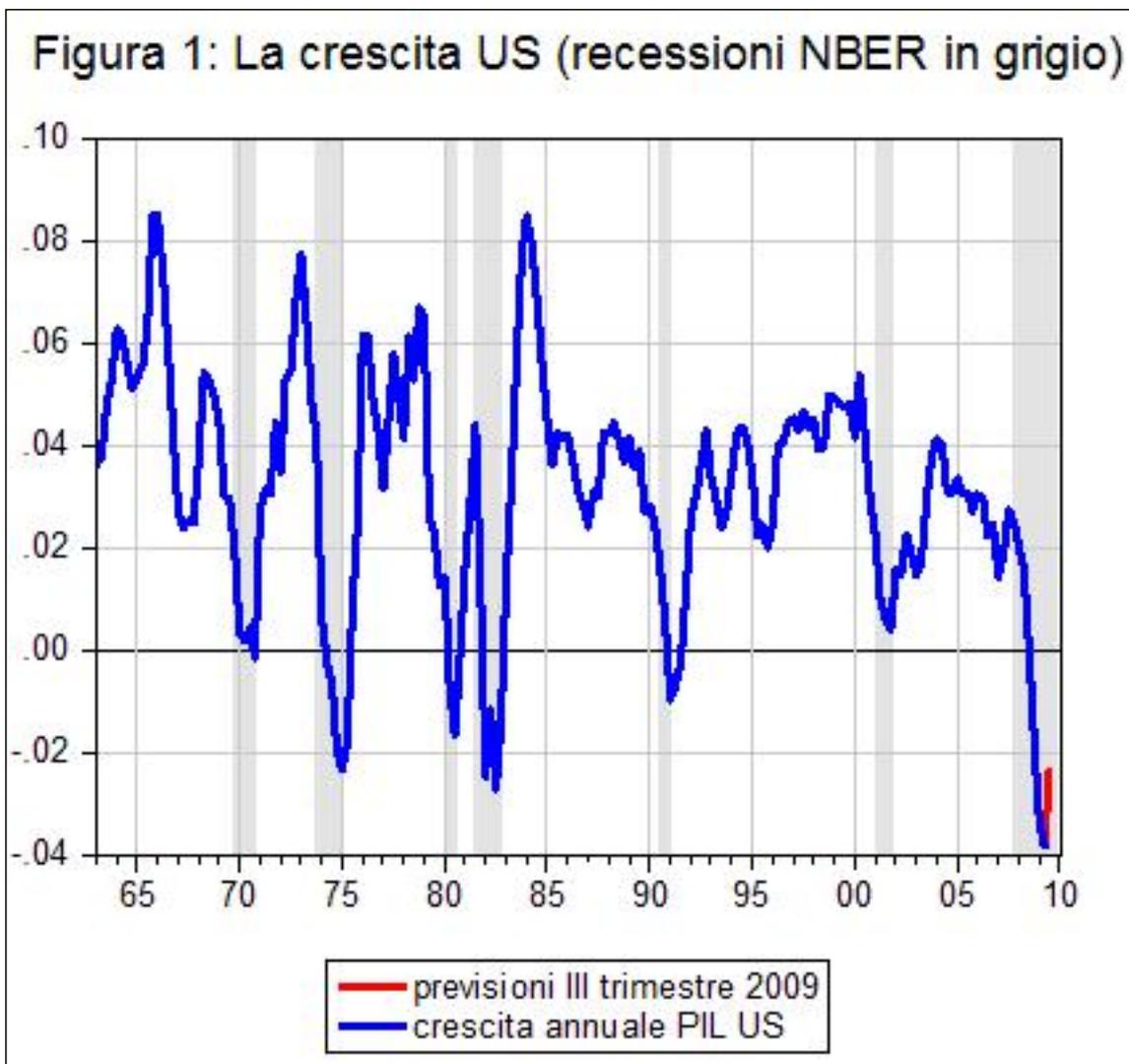


Figura 2: incertezza e ciclo

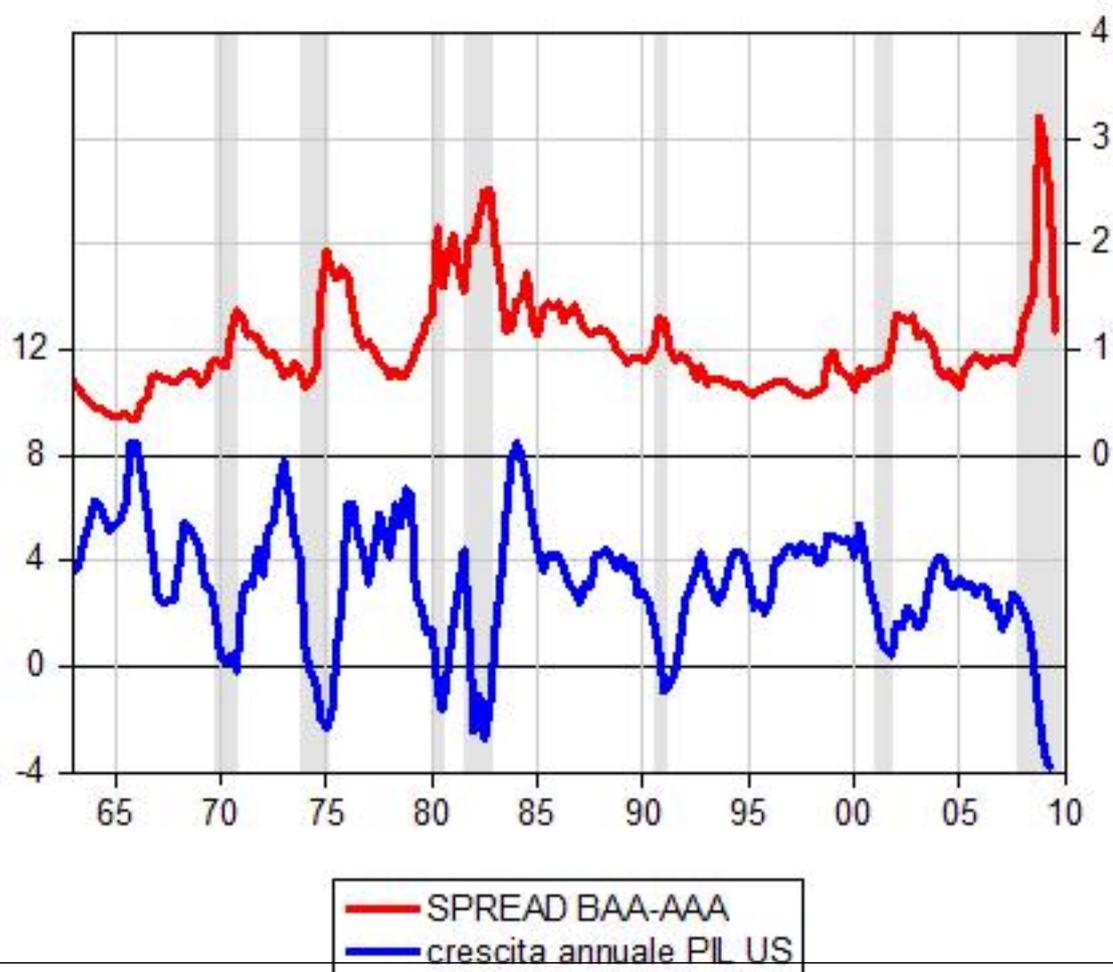
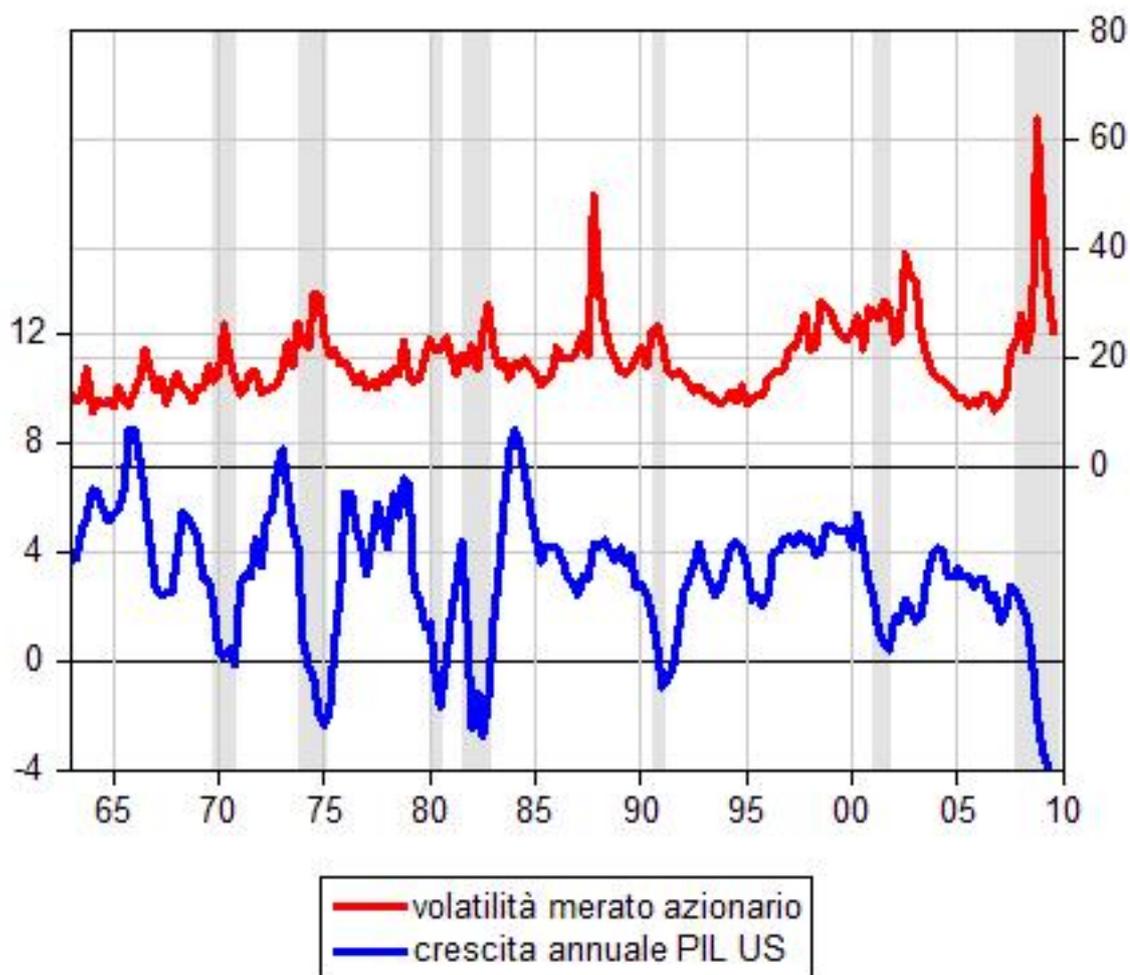




Figura 3: Spread BAA-AAA e ciclo economico

