

## II. Gli andamenti nei paesi industriali

### Aspetti salienti

Sostenuta dal perdurante vigore della domanda interna negli Stati Uniti e dal progressivo rafforzamento dell'attività nei paesi dell'area dell'euro, lo scorso anno la crescita del prodotto nei paesi industriali ha segnato una ripresa, dopo il rallentamento del periodo 1997–98. L'unica eccezione a questa tendenza è stata rappresentata dal Giappone dove, dopo un inatteso recupero nel primo semestre 1999, il prodotto ha subito un calo nel corso del secondo, collocandosi a fine anno sullo stesso livello del 1998.

Nonostante il livello prossimo o superiore al pieno utilizzo della capacità produttiva nei paesi più avanzati nel ciclo economico e il forte rincaro dei prezzi dell'energia, le misure dell'inflazione di base sono rimaste per lo più su valori modesti. Ciò è in parte riconducibile alla crescente competitività sui mercati mondiali dei beni, che ha impedito ai produttori di traslare i più elevati costi degli input sui prezzi finali. Una seconda ragione è stata la crescita mediamente più debole dei costi unitari del lavoro, dovuta alla moderazione dei salari nominali e al più rapido incremento della produttività. Quest'ultimo è stato notevole soprattutto negli Stati Uniti, dove la crescita della produzione oraria nel settore delle imprese non agricole è salita al 4<sup>1/4</sup>%, facendo registrare il tasso più elevato degli ultimi 35 anni.

La crescita effettiva del prodotto è stata inferiore al potenziale nella maggior parte degli altri paesi e le comuni misure del sottoimpiego di capacità si sono ampliate. Ciò nonostante, in generale i tassi di disoccupazione sono calati, in netto contrasto con gli andamenti storici. Il calo è stato particolarmente pronunciato nei paesi dell'area dell'euro, in linea con le tesi secondo cui la moderazione dei salari e le misure volte ad accrescere la flessibilità del mercato del lavoro starebbero gradualmente riducendo la disoccupazione strutturale, sebbene altre spiegazioni siano parimenti plausibili.

Nel corso del 1999 è stato inoltre osservato un ulteriore ampliamento degli squilibri finanziari interni ed esterni, segnatamente negli Stati Uniti e in Giappone. I guadagni di ricchezza e il connesso aumento dell'indebitamento del settore privato hanno alimentato l'espansione della domanda interna negli Stati Uniti che ha superato di gran lunga quella del prodotto reale, portando a un nuovo incremento del disavanzo di parte corrente. Per converso, in Giappone la propensione al consumo del settore privato è ulteriormente diminuita e l'azione di stimolo fiscale volta a incentivare la dinamica del prodotto ha avuto solo effetti temporanei. Di conseguenza, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche si è ulteriormente ampliato e il rapporto debito/PIL ha continuato a crescere a un ritmo elevato.

Nonostante l'accentuarsi del disavanzo corrente degli Stati Uniti, lo scorso anno il dollaro è rimasto generalmente stabile in termini effettivi, dato che lo

squilibrio è stato ampiamente compensato dagli afflussi netti di capitali a lungo termine. Per contro, nei paesi dell'area dell'euro i deflussi netti di capitale a lungo termine hanno superato in larga misura l'eccedenza corrente mentre, nel caso del Giappone, gli annunci di ristrutturazioni societarie, unitamente alle misure di deregolamentazione, hanno indotto un deciso aumento degli afflussi per investimenti diretti esteri (IDE) e di portafoglio, che ha contribuito alle spinte al rialzo sui prezzi azionari nipponici.

## Andamenti macroeconomici nel 1999

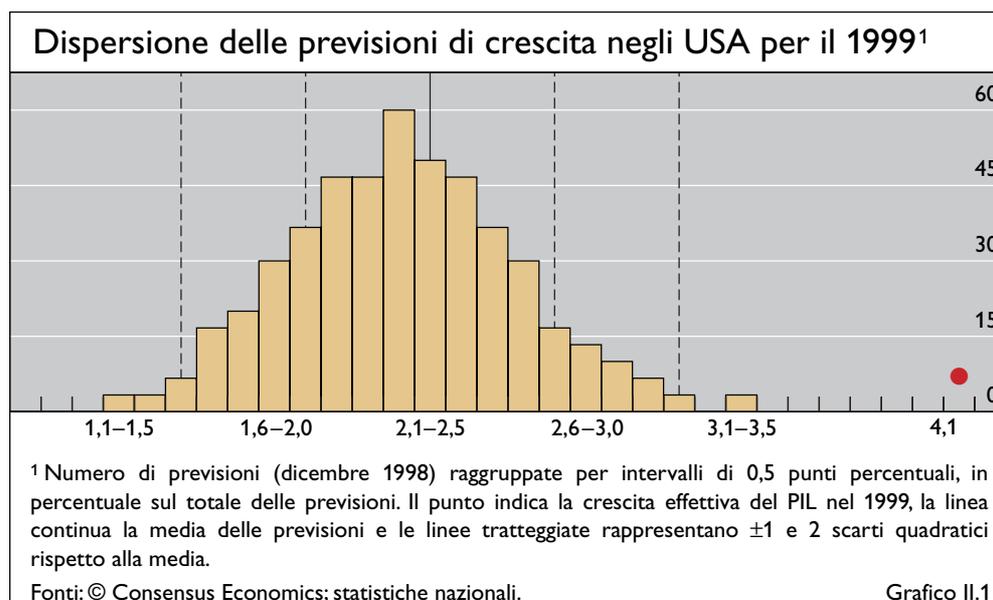
Con il procedere dell'anno e il venir meno degli effetti delle turbative seguite alla moratoria sul debito russo, le prospettive di crescita del prodotto nei paesi industriali e la situazione economica mondiale sono gradatamente migliorate (tabella II.1). Per il terzo anno consecutivo la crescita effettiva negli Stati Uniti ha superato in misura significativa i valori attesi (grafico II.1); anche negli altri paesi più avanzati nel ciclo economico (Canada, Australia e Regno Unito) l'espansione è risultata più vigorosa del previsto. Sebbene le proiezioni per i paesi dell'area dell'euro si siano sostanzialmente realizzate nella media, tale risultato può essere largamente attribuito a errori previsivi di segno opposto relativamente ai singoli paesi e ha celato una crescente divergenza di andamento all'interno del gruppo. In particolare, le economie in una fase già avanzata del ciclo (Irlanda, Spagna e Paesi Bassi) sono cresciute a un ritmo più sostenuto di quanto pronosticato, mentre nei paesi più attardati (Germania e Italia) la ripresa è stata più esitante del previsto. Anche gli andamenti nella regione Asia-Pacifico hanno contribuito a rafforzare la domanda mondiale. In Giappone non si è verificato il preannunciato calo del prodotto, mentre le economie asiatiche emergenti colpite dalla crisi si sono riprese a un ritmo decisamente superiore alle proiezioni (Capitolo III).

Migliori prospettive di crescita del prodotto

Nonostante il rafforzamento della crescita del prodotto, il rialzo di proporzioni inattese dei prezzi del petrolio e dell'energia e l'indirizzo relativamente accomodante delle politiche, lo scorso anno l'inflazione dei prezzi al

Previsioni e risultati per il 1999 <sup>1</sup>						
	PIL reale		Prezzi al consumo		Saldo corrente	
	Previsione	Risultato	Previsione	Risultato	Previsione	Risultato
	variazioni percentuali annue				in mdi di \$USA	
Nord America	2,3	4,1	2,0	2,2	-287	-342
Europa occidentale	2,0	2,2	1,5	1,2	134	74
Area dell'euro	2,3	2,2	1,3	1,0	108	40
Area Asia-Pacifico	0,5	2,2	1,1	0,4	192	191
America latina	0,8	-	7,4	8,0	- 67	- 50
Europa orientale	-0,4	1,1	53,2	34,1	- 24	- 4
Altri paesi	2,0	2,1	5,2	3,2	- 14	- 11
Mondo	1,5	2,6	3,7	2,8	- 66	-142

<sup>1</sup> In base ai dati pubblicati a dicembre 1998 (previsioni) e aprile 2000 (risultati).  
Fonte: © Consensus Economics, *Consensus Forecasts*. Tabella II.1



Forze  
disinflazionistiche  
più vigorose del  
previsto

consumo è risultata sostanzialmente in linea con le previsioni. Ciò fa ritenere che le forze disinflazionistiche di fondo sono state più vigorose di quanto la maggior parte degli analisti avesse considerato. Le pressioni concorrenziali sui mercati mondiali dei prodotti e la connessa riduzione del potere di fissazione dei prezzi delle imprese sono tra i principali fattori all'origine di questa evoluzione positiva. Un importante contributo è altresì provenuto dalla perdurante moderazione salariale e dall'accelerazione della produttività in alcuni dei paesi in più rapida espansione, mentre il ruolo svolto dai movimenti di cambio resta incerto. Da un lato, il rafforzamento del dollaro USA nei confronti dell'euro ha probabilmente favorito uno spostamento della domanda globale verso i paesi con capacità eccedente e un'inflazione relativamente modesta. Dall'altro, il generale apprezzamento dello yen ha agito in senso opposto, sottraendo domanda a un paese caratterizzato da sottoimpiego di capacità e deflazione.

Ampliamento degli  
squilibri interni ed  
esterni

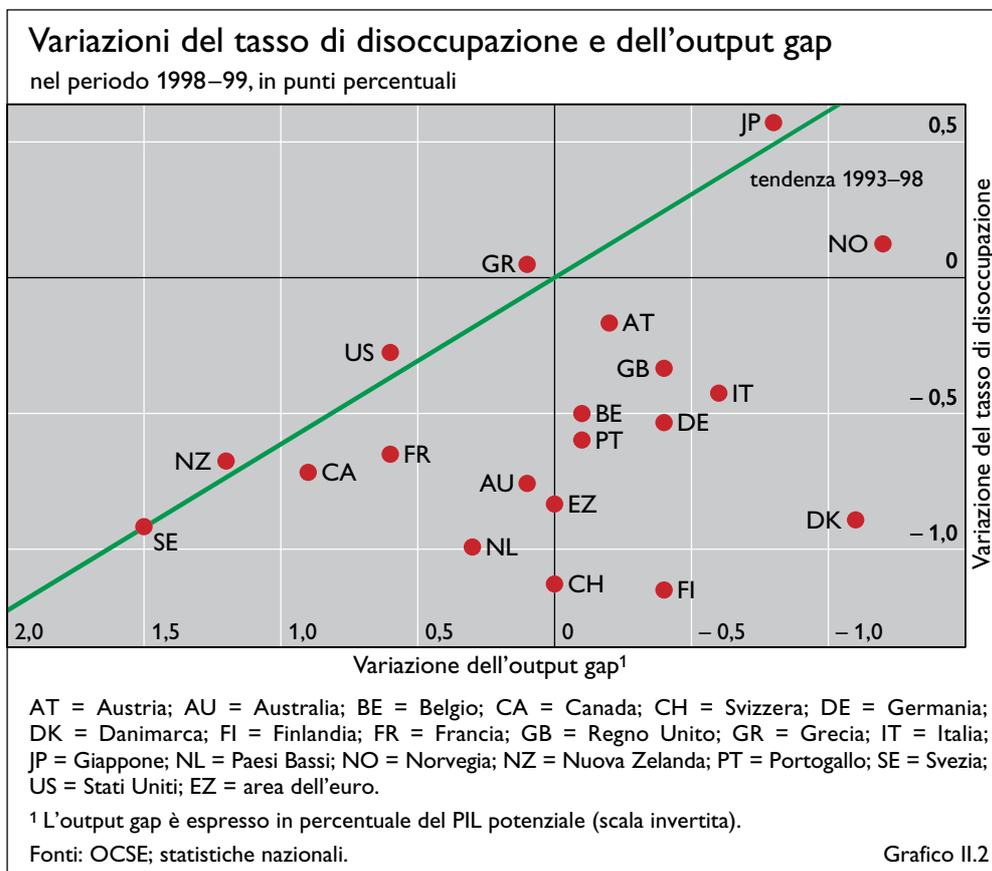
Data la convergenza dei tassi di crescita meno pronunciata del previsto, la maggior parte dei paesi più avanzati nel ciclo ha registrato un ulteriore ampliamento degli squilibri esterni. L'avanzo esterno aggregato dei paesi dell'area Asia-Pacifico è risultato in linea con le proiezioni, mentre quello dei paesi dell'Europa occidentale si è ridotto in misura superiore alle attese, nonostante il deprezzamento dell'euro. Tuttavia, come indica implicitamente il divario fra le previsioni e i risultati complessivi, illustrato alla tabella II.1, nel 1999 la discrepanza statistica negativa globale è aumentata significativamente. Inoltre, gli andamenti aggregati celano l'accentuarsi degli squilibri a livello di singoli paesi, che in taluni casi appaiono di entità insostenibile. Infatti, il graduale ampliamento dell'eccedenza esterna del Giappone fino al 1998 e il successivo calo nel 1999 vanno visti come il risultato netto di una crescente eccedenza di risparmio privato e un'espansione del disavanzo pubblico a ritmi insostenibili. Analogamente, il sempre più ampio disavanzo esterno degli Stati Uniti rispecchia crescenti squilibri interni, ma di segno opposto, poiché al rimborso netto del debito pubblico fa riscontro la rapida espansione dell'indebitamento del settore privato.

Con il miglioramento delle prospettive di crescita, lo scorso anno i tassi di interesse reali a lungo termine sono aumentati, raggiungendo in alcuni casi livelli superiori alle medie storiche. Tuttavia, dato che questi aumenti hanno costituito, in parte, un aggiustamento alle aspettative di una crescita potenziale più elevata e quindi una risposta endogena ad alcune delle determinanti dell'espansione, il loro effetto di contenimento sulla dinamica della domanda interna non è risultato chiaramente evidente. È anche probabile che, nella misura in cui ha liberato risorse finanziarie per gli investimenti privati, il risanamento dei conti pubblici dello scorso anno abbia avuto un effetto moderatore.

Più alti tassi d'interesse reali con scarsi effetti restrittivi

Nonostante le migliorate condizioni economiche nel corso del 1999, nella maggior parte dei paesi la crescita effettiva è stata inferiore al potenziale e quindi insufficiente a impedire un ampliamento dell'output gap complessivo. Purtuttavia, il tasso di disoccupazione è diminuito, confermando la tesi secondo cui le misure di riforma del mercato del lavoro e la moderazione dei salari reali stavano agendo favorevolmente sulla domanda di lavoro. Questa evoluzione è stata particolarmente evidente nei paesi dell'area dell'euro, il cui tasso di disoccupazione aggregato è calato di circa 1 punto percentuale laddove, in base alla tendenza del periodo 1993-98, non vi era da attendersi alcuna variazione (grafico II.2). È chiaro che questo risultato apparentemente positivo potrebbe anche derivare da fattori meno auspicabili, come il lavoro a tempo parziale involontario, la minore crescita delle forze di lavoro e il rallentamento dei guadagni di produttività (si veda oltre).

La disoccupazione reagisce alla moderazione salariale e alle misure di riforma del mercato del lavoro



## Andamenti nei singoli paesi

Negli Stati Uniti l'espansione più lunga del periodo postbellico ...

Agli inizi di quest'anno, l'economia degli *Stati Uniti* ha fatto segnare il centosettesimo mese consecutivo di crescita ininterrotta, l'espansione più lunga del periodo postbellico (tabella II.2). Tuttavia, per effetto di alcuni fattori avversi nei primi anni novanta, non si è trattato dell'espansione con il tasso più elevato: persino negli ultimi quattro anni la crescita media ha appena raggiunto quella degli anni ottanta ed è rimasta ben al disotto di quella degli anni sessanta. Anche il ritmo di creazione di posti di lavoro risulta, al confronto, più debole. D'altra parte, poiché l'espansione è iniziata nel contesto di un eccesso di offerta di lavoro relativamente esiguo, il tasso di disoccupazione si è mantenuto costantemente basso per scendere, nei primi mesi di quest'anno, al livello minimo dalla fine del 1969. Nondimeno, contrariamente a quanto avvenuto nel 1969, quando il tasso d'inflazione era salito al 6%, lo scorso anno l'indice dei prezzi al consumo (al netto dei prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari più volatili) ha subito un incremento del 2% soltanto.

... grazie a un'inflazione bassa e stabile ...

Un aspetto fondamentale che distingue l'attuale espansione dalle precedenti di durata analoga è che l'inflazione, anziché aumentare, è diminuita. Consentendo alle politiche di mantenere un orientamento accomodante, i bassi tassi d'inflazione hanno fornito un contributo fondamentale al perdurare della ripresa. Inoltre, anche la variabilità dell'inflazione è stata bassa, il che ha probabilmente attenuato le incertezze e migliorato la capacità segnaletica delle variazioni dei

L'espansione statunitense in una prospettiva storica					
	1° t 1961–3° t 1969	1° t 1983–2° t 1990	2° t 1991–4° t 1999	4° t 1995–4° t 1999	
PIL in volume <sup>1</sup>	5,0	4,3	3,6	4,4	
<i>Deviazione standard</i> <sup>2</sup>	2,0	1,7	1,3	0,7	
Occupazione <sup>1</sup>	2,1	2,5	1,5	1,7	
Produttività <sup>1</sup>	2,9	1,7	2,1	2,6	
Tasso di disoccupazione <sup>3</sup>	4,7	6,8	5,8	4,8	
Deflatore del PIL <sup>1</sup>	2,6	3,3	1,9	1,6	
<i>Deviazione standard</i> <sup>2</sup>	1,3	0,6	0,6	0,4	
Saggio di risparmio delle famiglie <sup>3</sup>	8,4	8,4	5,6	3,9	
Prezzi azionari <sup>1,4</sup>	5,1	12,6	16,4	23,1	
Tassi d'interesse a 10 anni <sup>3,5</sup>	4,7	9,6	6,4	5,9	
Debito/reddito delle famiglie <sup>3</sup>	63,4	74,4	89,6	94,2	
Debito/prodotto delle imprese <sup>3,6</sup>	54,9	70,6	75,3	76,3	
Profitti delle imprese/PIL <sup>3</sup>	10,8	7,4	8,7	9,7	
Investimenti delle imprese/PIL <sup>3,7</sup>	13,4	14,6	15,6	17,3	
Investimenti in impianti e attrezzature/PIL <sup>3,7</sup>	3,4	6,0	8,3	9,7	
Saldo corrente/PIL <sup>3</sup>	0,5	-2,4	-1,7	-2,3	

<sup>1</sup> Variazioni percentuali annue. <sup>2</sup> Variazioni su quattro trimestri. <sup>3</sup> Media del periodo. <sup>4</sup> S&P 500. <sup>5</sup> Titoli del Tesoro USA.  
<sup>6</sup> Settore delle imprese non finanziarie. <sup>7</sup> In termini di volume.  
 Fonte: statistiche nazionali.

Tabella II.2

prezzi relativi, rendendo pertanto più facile per le imprese conseguire un equilibrio tra produzione e domanda. Infatti, una caratteristica importante dell'attuale ciclo è stata la netta diminuzione sia del rapporto fra scorte e vendite sia dell'ampiezza del ciclo delle scorte, che ha consentito alle imprese di ridurre i costi attenuando al tempo stesso la variabilità della crescita del PIL.

Questo miglioramento dei risultati non ha un'origine interamente esogena, ma può essere attribuito in ampia misura agli investimenti per apparecchiature informatiche e all'introduzione di nuove tecnologie a tutti i livelli della catena di produzione e di distribuzione. Come evidenziato dalla tabella II.2, il rapporto fra gli investimenti in impianti e attrezzature e il PIL è stato pari all'8¼%, notevolmente superiore rispetto alle precedenti fasi di espansione. Inoltre, vi sono finora scarsi segni di un imminente esaurirsi del boom degli investimenti, poiché l'incidenza di questi ultimi sul PIL superava l'11% alla fine dello scorso anno. Uno dei principali risultati dell'impiego delle nuove tecnologie e dell'incremento dell'intensità di capitale nell'economia statunitense è stata la netta accelerazione della crescita della produttività del lavoro e del tasso potenziale di sviluppo dell'intera economia. Infatti, l'incremento della produttività nel settore delle imprese non agricole è stato del 4¼% lo scorso anno, il che ha contribuito a contenere i costi unitari del lavoro e l'inflazione dei prezzi in generale. L'aumento del rapporto capitale/lavoro e della crescita della produttività del lavoro nella seconda parte degli anni novanta ha altresì comportato un innalzamento del tasso stimato di espansione del prodotto compatibile con una disoccupazione stabile, che da un livello appena inferiore al 2% dovrebbe essere salito al 3¼% nel corso del decennio (grafico II.3).

Il contributo delle amministrazioni pubbliche differisce da quello fornito nei cicli precedenti. Innanzitutto, l'aumento della spesa pubblica è stato inferiore rispetto a quello negli anni sessanta, quando aveva costituito una delle principali cause di surriscaldamento. In secondo luogo, un incremento inatteso delle entrate (risultante in parte dalla tassazione delle plusvalenze in conto capitale) e gli sforzi tesi a ridurre la spesa hanno generato una crescente eccedenza di risparmio, che ha consentito un ridimensionamento del debito pubblico, lasciando così spazio all'investimento privato. In terzo luogo, è probabile che la riduzione dell'aliquota media e marginale dell'imposta sul reddito e la sostituzione dei trasferimenti ai soggetti a basso reddito con incentivi alla ricerca di impiego abbiano contribuito alla crescita delle forze di lavoro, nonché ridotto il potenziale eccesso di domanda e le pressioni salariali.

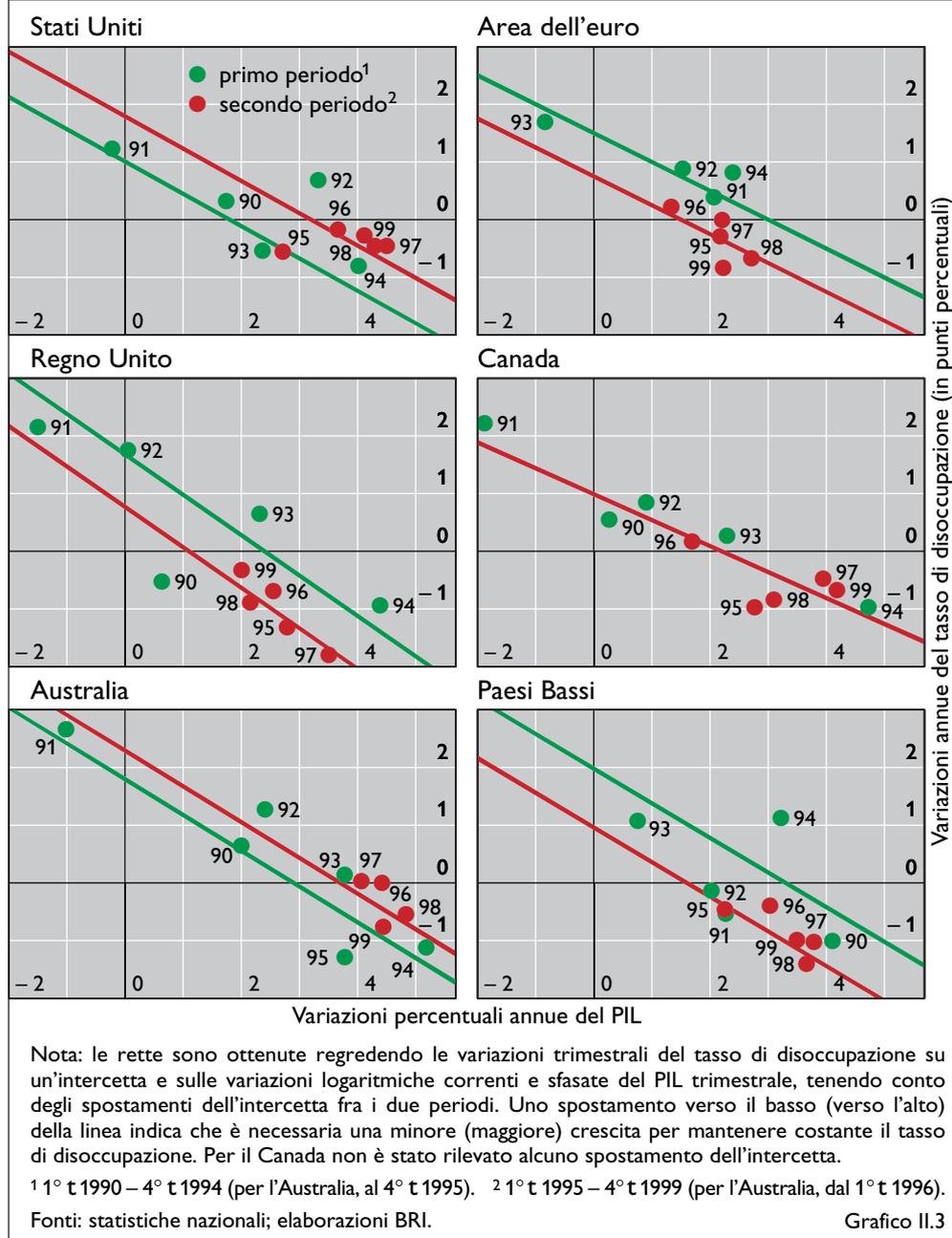
Nonostante l'impatto favorevole dal lato dell'offerta, le nuove tecnologie hanno anche generato squilibri e potrebbero con il tempo contribuire a una maggiore volatilità del ciclo. Primo, i settori delle tecnologie avanzate, che rappresentano una quota crescente del prodotto statunitense, hanno un passato di cicli volatili e di elevata reattività alle fluttuazioni della domanda dei loro prodotti. Secondo, dal lato degli utilizzatori, le nuove tecnologie e le pressioni ad abbassare i costi hanno incitato le imprese a ridurre in misura sostanziale le giacenze di magazzino e altri stock di riserva. Sebbene le nuove tecnologie abbiano anche consentito una più efficace gestione delle scorte, potrebbe essersi accresciuta la vulnerabilità delle imprese di fronte a shock dal lato dell'offerta e della domanda. Di conseguenza, la minore variabilità della

... e a una crescita della produttività più sostenuta

Il risparmio positivo del settore pubblico facilita gli investimenti

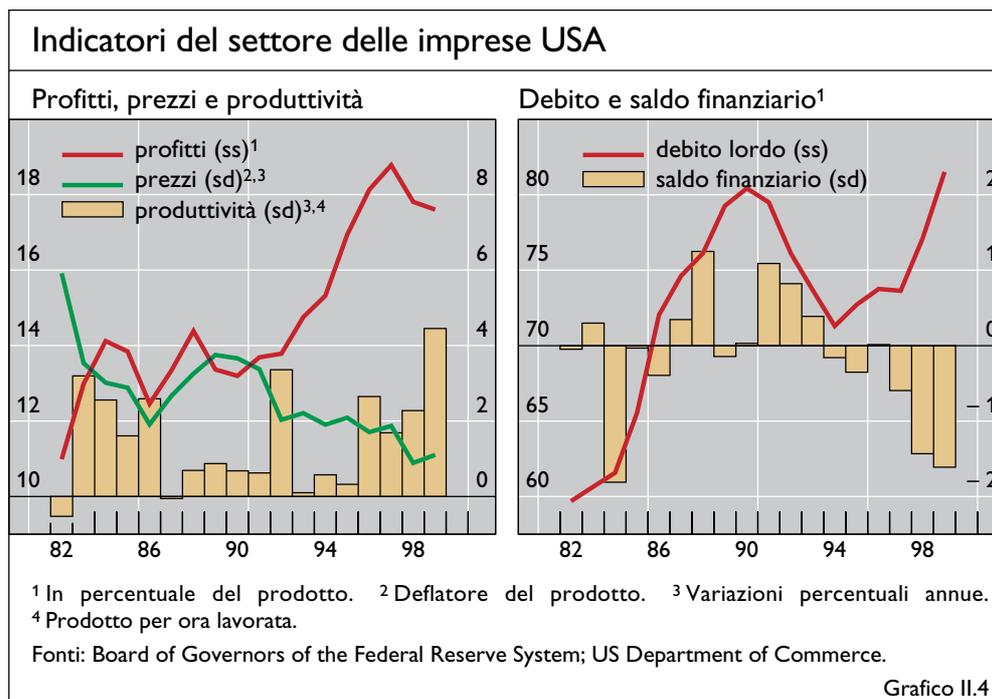
Le nuove tecnologie concorrono a ridurre i costi ...

## Crescita del PIL e variazioni del tasso di disoccupazione durante il recente ciclo



... ma potrebbero anche comprimere i margini di profitto

crescita del PIL non è soltanto il risultato di nuovi investimenti e del ricorso alle tecnologie innovative, ma potrebbe essere divenuta una condizione necessaria della loro ulteriore redditività. In terzo luogo, poiché l'uso delle nuove tecnologie e della rete Internet ha intensificato le pressioni concorrenziali nei mercati sia all'ingrosso che al dettaglio, erodendo il potere delle imprese nel determinare i prezzi, i margini e le quote di profitto sono stati sempre più soggetti a spinte al ribasso. Sui profitti ha altresì agito negativamente il crescente onere degli ammortamenti, dovuto alla durata limitata dei recenti investimenti in impianti e attrezzature. Ad esempio, nel corso degli ultimi



tre anni la dinamica più sostenuta della produttività del lavoro si è di fatto accompagnata a una diminuzione delle quote di profitto, diversamente da quanto avvenuto in periodi precedenti, caratterizzati invece da una correlazione positiva (grafico II.4). In sintesi, la spesa per investimenti non solo comprende una quota sempre maggiore di investimenti di sostituzione ma viene anche finanziata in misura crescente mediante capitale di prestito.

Infine, vi sono indicazioni che i corsi azionari e la ricchezza finanziaria delle famiglie sono aumentati più di quanto spiegherebbe l'incremento della crescita potenziale al 3<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% circa, implicando che gli effetti dell'accresciuta produttività dal lato della domanda hanno sopravanzato quelli dal lato dell'offerta. Ciò è riscontrabile non solo nell'ampliarsi del divario fra la domanda effettiva e il prodotto potenziale, ma è forse ancor più evidente nel marcato incremento del rapporto fra la ricchezza finanziaria netta e il reddito disponibile delle famiglie

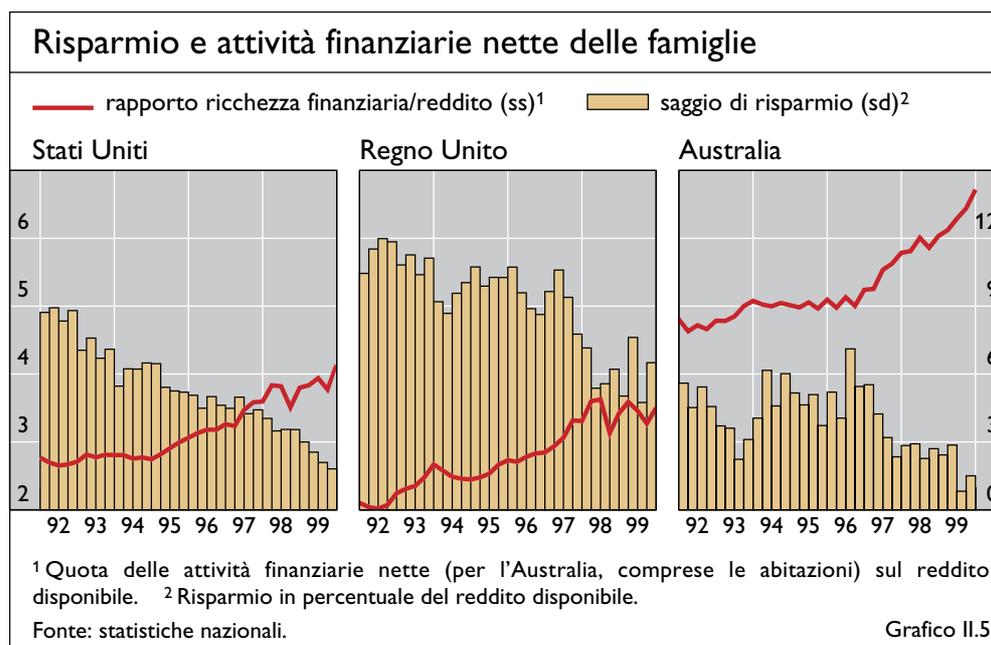
Rischi di un eccesso di domanda risultanti da guadagni di ricchezza

Elasticità stimata dei consumi rispetto al reddito e alla ricchezza						
	Rispetto al reddito <sup>1</sup>		Rispetto alla ricchezza <sup>1,2</sup>		Contributo relativo <sup>3</sup>	
	Breve periodo	Lungo periodo	Breve periodo	Lungo periodo	Reddito	Ricchezza
Stati Uniti	0,62	0,89	0,04	0,12	15,5	6,5
Regno Unito	0,59	0,76	0,02	0,16	10,5	7,5
Australia	0,41	0,90	0,11	0,13	14,5	7,5

<sup>1</sup> Le elasticità sono ottenute regredendo la spesa delle famiglie rispettivamente sul reddito disponibile e sulla ricchezza netta delle famiglie, con l'impiego di un modello di correzione dell'errore sui dati trimestrali. Per gli Stati Uniti, 1° t 1960 – 4° t 1999; per il Regno Unito, 1° t 1980 – 4° t 1999; per l'Australia, 1° t 1977 – 4° t 1999. <sup>2</sup> Per gli Stati Uniti e il Regno Unito, unicamente la ricchezza finanziaria; per l'Australia, inclusa la ricchezza immobiliare. <sup>3</sup> Calcolato come contributo (percentuale) alla crescita dei consumi nel periodo 4° t 1994 – 4° t 1999, usando le elasticità di lungo periodo. Durante tale periodo i consumi reali sono cresciuti del 22% negli Stati Uniti e in Australia e del 18% nel Regno Unito.

Fonte: statistiche nazionali.

Tabella II.3



(grafico II.5), nonché nell'influsso dei guadagni di ricchezza sulla spesa di queste ultime. Quand'anche soltanto il 4% di tali guadagni fosse stato speso nel breve periodo, al rialzo dei corsi azionari sarebbe attribuibile il 20–25% dell'aumento dei consumi nel corso degli ultimi cinque anni (tabella II.3).

Andamenti analoghi  
in altri paesi  
anglofoni ...

Alcuni degli andamenti sopra descritti possono essere osservati anche negli altri paesi anglofoni più avanzati nel ciclo (*Regno Unito, Canada e Australia*). In tutti e tre i paesi lo scorso anno l'economia ha operato a livelli prossimi o superiori al pieno utilizzo della capacità e i tassi di disoccupazione sono scesi ai minimi degli ultimi dieci o venti anni. Tuttavia, differenti sono stati i fattori di crescita nei singoli paesi. Il Canada ha beneficiato del rialzo dei corsi delle sue materie prime di esportazione e della forte espansione delle vendite agli Stati Uniti, mentre la domanda interna è accelerata soltanto relativamente tardi nel corso dell'anno. In Australia la crescita è stata soprattutto alimentata dalla spesa delle famiglie, mentre gli investimenti sono rallentati e i proventi delle esportazioni sono calati, in parte a causa dell'andamento cedente nella prima parte dell'anno di talune materie prime che costituiscono una quota rilevante delle esportazioni australiane. La crescita modesta del PIL su base annua osservata nel Regno Unito è risultata dalla somma di tendenze contrapposte. Innanzitutto, la debolezza del primo semestre è stata seguita dal vigore del secondo, che ha rispecchiato gli effetti ritardati dell'allentamento della politica monetaria deciso in risposta alla diminuzione dell'inflazione. In secondo luogo, una netta dicotomia è emersa fra i settori orientati verso l'interno – che beneficiano del calo dei prezzi delle importazioni e dei forti guadagni di ricchezza – e i settori esposti alle pressioni competitive connesse con una valuta forte e, per parte dell'anno, con la debole crescita dei mercati di esportazione.

... anche per  
quanto riguarda  
i bassi saggi  
di risparmio ...

Nei tre paesi anche il risparmio delle famiglie è sceso a livelli che non soltanto sono bassi secondo i parametri storici ma anche sensibilmente inferiori a quelli degli altri paesi industriali, Stati Uniti esclusi. Una delle ragioni principali pare essere stato il summenzionato aumento della ricchezza

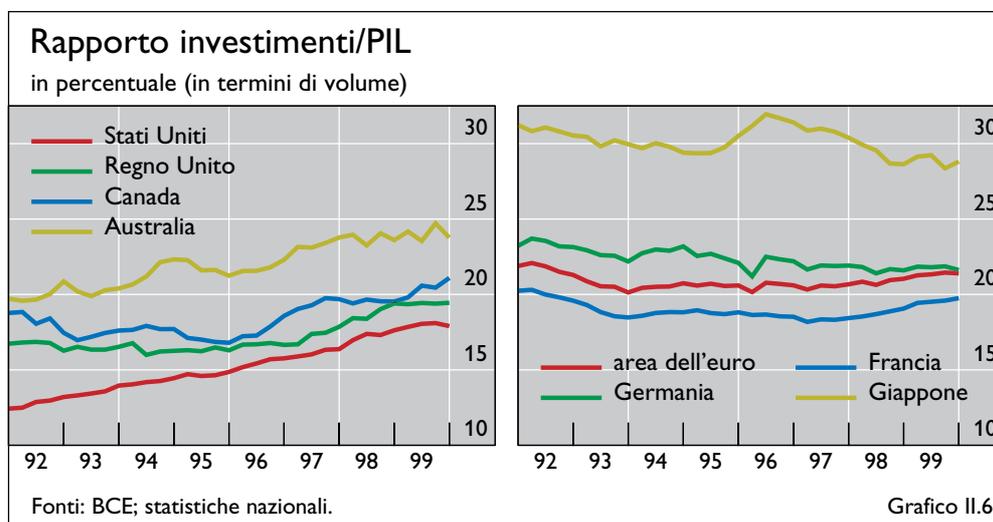
finanziaria netta al quale si sono aggiunti, nel Regno Unito e in Australia, un rialzo dei prezzi delle abitazioni e un'espansione dei prestiti ipotecari in eccesso rispetto alla spesa imputabile agli investimenti in abitazioni. In Canada la quota di risparmio delle famiglie è addirittura scesa all'1% lo scorso anno, mentre il rapporto indebitamento/reddito ha superato il 100%.

Gli andamenti relativi agli investimenti delle imprese e i loro effetti sulla crescita potenziale e sulla produttività del lavoro paiono differire nelle tre economie. Sebbene queste siano state accomunate da un incremento del rapporto investimenti/PIL a partire dal 1995 circa (grafico II.6), soltanto l'Australia ha registrato una significativa accelerazione della produttività. Esclusi gli Stati Uniti, l'Australia è inoltre l'unico paese in cui il tasso di crescita del PIL compatibile con un livello di disoccupazione stabile pare essersi accresciuto. In Canada vi sono indicazioni di un rafforzamento della crescita di produttività a partire dalla metà del 1998; tuttavia, l'incremento è stato troppo debole e tardivo per poter influire sulla correlazione calcolata fra la crescita del PIL e la disoccupazione. Nel Regno Unito il quadro è ancora più contrastato. Confrontate con un deciso apprezzamento della sterlina, le industrie di trasformazione sono riuscite ad aumentare la produttività in misura tale da poter preservare la crescita delle esportazioni senza comprimere i margini di profitto. Per contro, nel settore dei servizi la produttività rilevata è rimasta pressoché invariata e, date le diverse misure concernenti il mercato del lavoro e la forte espansione della quota di impieghi a tempo parziale, il tasso di crescita ora necessario a mantenere stabile la disoccupazione è diminuito.

... mentre vi sono differenze nelle dinamiche della produttività

In *Nuova Zelanda*, nonostante il forte recupero della domanda interna, lo scorso anno la dinamica del prodotto è rimasta inferiore a quella della maggior parte degli altri paesi anglofoni. La produzione del settore primario ha subito un calo a causa della siccità, i corsi delle principali materie prime d'esportazione del paese sono rimasti bassi e la forte accelerazione della domanda di importazioni si è tradotta sia in un contributo negativo dell'interscambio alla crescita sia in un ampliamento del disavanzo esterno all'8% circa del PIL.

In *Giappone* la crescita è stata positiva unicamente nel primo semestre 1999, quando gli effetti delle misure di stimolo fiscale adottate verso la fine del 1998



Il rallentamento in Giappone rispecchia gli effetti ...

sono stati accentuati da un recupero inatteso della spesa delle famiglie. Nel corso del secondo semestre la domanda privata è tornata a essere debole in quanto il risparmio delle famiglie è aumentato, gli investimenti fissi delle imprese sono ulteriormente rallentati e l'effetto espansivo del precedente pacchetto fiscale si è gradatamente esaurito. Il contributo delle esportazioni nette è tuttavia leggermente migliorato, nonostante l'apprezzamento dello yen.

... della perdurante debolezza del settore finanziario ...

Gli andamenti dello scorso anno vanno considerati alla luce dei problemi strutturali cui è confrontata l'economia giapponese. Uno di questi, che ha esercitato un influsso considerevole nel biennio 1997-98, è stata la debole posizione finanziaria delle banche e la loro incapacità (o riluttanza) a erogare credito. Questo problema pare sia stato in certa misura risolto mediante un programma di ricapitalizzazione con fondi pubblici il quale, insieme a un aumento dei profitti, ha consentito alle banche di stralciare un ammontare ingente di crediti in sofferenza. Nondimeno, il credito bancario continua a contrarsi a causa dell'effetto congiunto di una carenza di domanda, poiché le grandi società preferiscono rimborsare il debito bancario e/o finanziarsi sul mercato dei capitali, e di criteri più stringenti per la concessione di credito alle imprese medio-piccole. Inoltre, la perdurante esposizione delle banche a prezzi immobiliari cedenti potrebbe rendere necessario lo stralcio di ulteriori crediti (si veda anche il Capitolo IV).

... e delle ristrutturazioni societarie

Un secondo problema deriva dalle ristrutturazioni societarie volte a migliorare la redditività del capitale. Le imprese hanno dapprima tentato di ridurre l'eccesso di capacità, il che ha concorso alla flessione degli investimenti fissi lo scorso anno. Tuttavia, poiché un miglioramento significativo della redditività non pare realizzabile senza una sostanziale riduzione della quota del reddito da lavoro, le società hanno altresì annunciato piani di riduzione del personale. Anche se l'attuazione di questi piani sarà diluita nel tempo e si è finora sostanzialmente tradotta in una diminuzione degli straordinari e delle nuove assunzioni, l'annuncio pare aver depresso la fiducia e la spesa dei consumatori.

Il sostanziale aumento del risparmio privato ...

Di fatto, i bassi livelli di spesa e il conseguente eccesso di offerta di risparmio privato potrebbero essere il problema strutturale più grave che si pone all'economia giapponese. In netto contrasto con gli andamenti nei paesi anglofoni, il Giappone ha registrato una progressiva espansione del risparmio privato dalla fine degli anni ottanta, con una decisa accelerazione a partire dal 1997. Unitamente alla flessione degli investimenti delle imprese e, più di recente, a una ripresa dei profitti societari e degli utili non distribuiti, tale espansione ha fatto salire l'avanzo finanziario netto del settore privato a oltre il 10% del PIL nel 1999 e a circa il 13% alla fine del primo trimestre di quest'anno.

... è contro-bilanciato solo in parte dallo stimolo fiscale

Il governo giapponese ha cercato di controbilanciare gli effetti depressivi dello squilibrio fra risparmio e investimenti del settore privato adottando una serie di programmi di stimolo fiscale (di cui due sono stati attuati lo scorso anno), per un importo pari a circa metà dell'eccedenza cumulativa di risparmio privato netto dal 1992. Al fine di incentivare la domanda di abitazioni e di migliorare le condizioni del credito alle imprese medio-piccole, le misure di stimolo sono state integrate da diversi schemi di finanziamento. Sebbene ciò

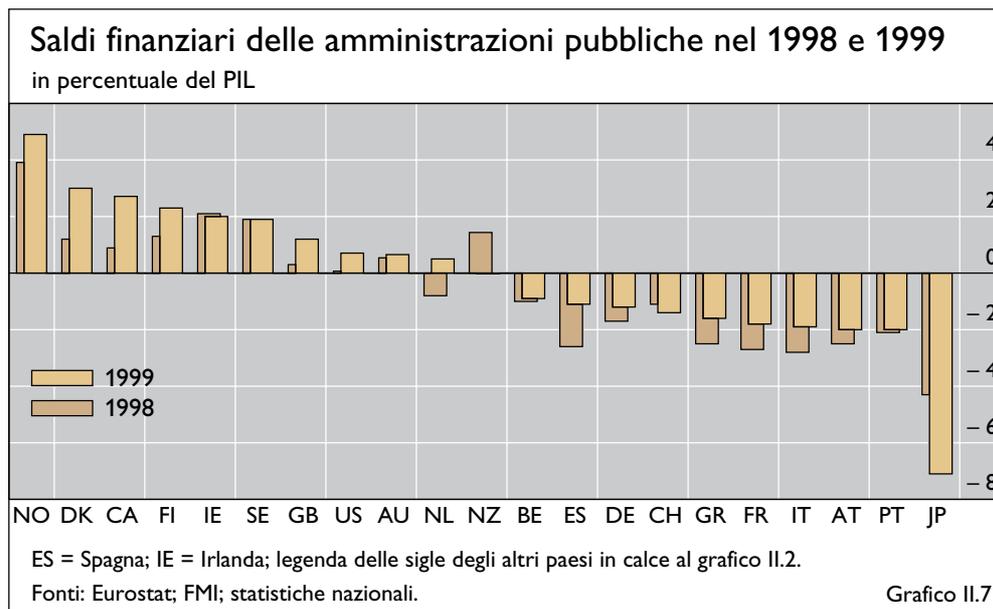
abbia concorso temporaneamente a espandere gli investimenti residenziali e a limitare il numero dei fallimenti, gli effetti moltiplicativi dello stimolo fiscale paiono essersi progressivamente ridotti. Gravate da vincoli di bilancio, le amministrazioni locali hanno incontrato crescenti difficoltà nel fornire il contributo aggiuntivo atteso, e l'efficienza e l'utilità marginali dei piani di investimento pubblici paiono essere diminuite di pari passo con il numero di questi ultimi. Nondimeno, il fatto che l'attività economica sia rallentata nei periodi in cui tali stimoli fiscali erano assenti mostra che, senza di essi, la recessione sarebbe stata molto più acuta.

Dato che gli stimoli fiscali non hanno generato una ripresa duratura della domanda privata e che il gettito fiscale è diminuito in rapporto al PIL, il rapporto debito netto/PIL procede lungo una dinamica ascendente insostenibile, anche se il suo livello è ancora modesto rispetto a quelli internazionali. Nel 1999 il saldo primario ha registrato un passivo e, poiché il tasso d'interesse implicito sul debito ha sensibilmente superato la crescita del PIL nominale, alla fine dell'anno l'incidenza del debito netto sul PIL era salita oltre il 37% (da un livello inferiore al 30% nel 1998) e quella del debito lordo al 105%. Inoltre, sulla base delle attuali proiezioni, la quota di indebitamento netto dovrebbe ampliarsi a circa il 45% entro la fine di quest'anno e quella del debito lordo a quasi il 115%.

Lo scorso anno i paesi dell'area dell'euro hanno registrato solo modesti squilibri finanziari interni ed esterni (grafico II.13). Il disavanzo dei bilanci pubblici dell'area dell'euro è sceso all'1<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% del PIL (grafico II.7), per effetto in parte della minore spesa per interessi ma anche di un incremento inatteso delle entrate. Sebbene quest'ultimo paia essersi realizzato in modo alquanto indipendente dalla posizione occupata nel ciclo, nei singoli paesi dell'area si evidenzia una significativa correlazione positiva fra disavanzo di bilancio e output gap, con gli scostamenti maggiori osservabili nei paesi caratterizzati da squilibri strutturali relativamente ampi (Austria e Finlandia). In generale, tuttavia, questi

Espansione insostenibile del debito pubblico

Squilibri modesti nell'area dell'euro



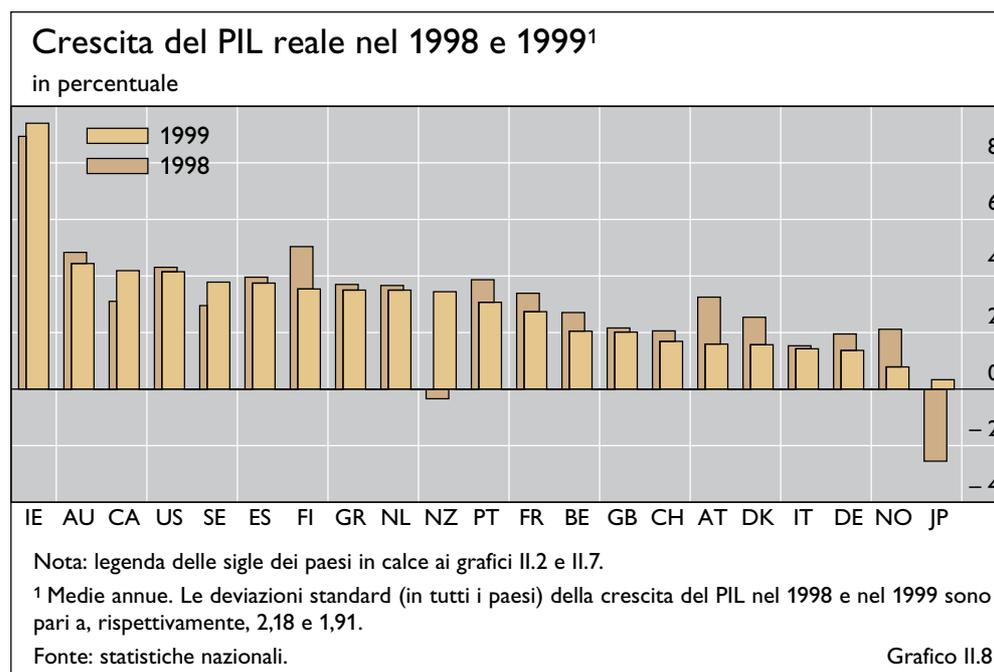
squilibri sono diminuiti nel 1999, così come il rapporto debito lordo/PIL. Di conseguenza, lo squilibrio più rilevante permane nel mercato del lavoro dove, nonostante il significativo decremento dell'ultimo biennio, il tasso di disoccupazione risultava ancora mediamente del 10%.

Disparità nei tassi di crescita e nell'eccesso di capacità nell'area

Mentre la crescita media nell'area dell'euro è risultata sostanzialmente in linea con le previsioni, l'atteso restringimento dei differenziali di crescita interna non si è realizzato. In effetti, lo scorso anno i tassi di crescita si situavano fra un massimo del 9,4% in *Irlanda* e un minimo dell'1,4% in *Italia* e *Germania* (grafico II.8). Dato il perdurare di questi differenziali da alcuni anni, anche l'eccesso di capacità e i tassi di disoccupazione differiscono ampiamente all'interno dell'area. In *Irlanda*, dove la crescita del PIL è stata in media dell'8<sup>3/4</sup>% nell'ultimo quinquennio, attualmente il prodotto effettivo supera del 5% circa le stime del potenziale. Lo stesso fenomeno si riscontra nei *Paesi Bassi*, sebbene i progressi compiuti nel rendere più flessibile il mercato del lavoro abbiano ridotto la disoccupazione al 2<sup>3/4</sup>% soltanto. Viceversa, l'*Italia* ha registrato un output gap del -3<sup>1/4</sup>%, il più elevato dell'area dell'euro, e un tasso di disoccupazione inferiore unicamente a quello della *Spagna*.

Significativo miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro

Un'altra caratteristica degli andamenti nell'area dell'euro lo scorso anno risiede nel fatto che, nonostante una crescita media del prodotto di appena il 2%, l'occupazione è aumentata dell'1<sup>1/2</sup>% mentre la disoccupazione è calata. Le stime riportate nel grafico II.3 paiono indicare che, negli ultimi anni, la crescita del prodotto necessaria a mantenere stabile la disoccupazione è stata minore che in passato. Una prima ragione potrebbe essere che il graduale spostamento della produzione e dell'occupazione verso il settore terziario a maggiore intensità di lavoro abbia ridotto la produttività aggregata del lavoro e, di conseguenza, il tasso di sviluppo necessario a mantenere stabile la disoccupazione. In secondo luogo, il fatto di poter ridurre i livelli di disoccupazione anche in un contesto di bassa crescita del prodotto fa ritenere che siano stati compiuti progressi in



termini di flessibilità del mercato del lavoro e di riduzione della disoccupazione strutturale. A tale riguardo, i Paesi Bassi rappresentano un esempio rimarchevole. Come mostrato nel grafico II.3, il tasso di crescita del prodotto necessario a mantenere stabile la disoccupazione è diminuito in modo significativo e la flessione è riconducibile, in ampia misura, a un sensibile incremento del lavoro a tempo parziale. Nondimeno, pur essendo confortanti dal punto di vista della diminuzione della disoccupazione, questi risultati indicano altresì che i rapporti investimenti/PIL relativamente elevati (grafico II.6) nell'area dell'euro devono ancora tradursi in un incremento della produttività del lavoro e della redditività del capitale indotto dalle tecnologie.

Nel 1999 la maggior parte degli altri paesi europei ha registrato una crescita del prodotto notevolmente più lenta. In *Danimarca* e *Norvegia*, il rallentamento può essere ascritto all'indirizzo più restrittivo impartito alle politiche, in quanto sia la crescita del prodotto che il tasso d'inflazione stavano sopravanzando in modo eccessivo il ciclo europeo. La caratteristica più rilevante degli andamenti recenti in *Grecia* è il forte rallentamento dei costi unitari del lavoro, da un tasso medio superiore al 10% nel periodo 1990-97 a un tasso del 6% nel 1998 e di appena il 2½% nel 1999. Questo rallentamento, che può essere attribuito all'effetto congiunto della moderazione salariale e della migliorata produttività, ha costituito uno dei principali fattori di sostegno agli sforzi volti a soddisfare i criteri necessari per l'adesione alla UEM. L'indebolimento dell'attività economica in *Svizzera* lo scorso anno è stato dovuto soprattutto alla dinamica più lenta della domanda interna, nonostante le condizioni monetarie relativamente favorevoli e il consistente calo della disoccupazione. La *Svezia* ha rappresentato la principale eccezione al generale rallentamento in Europa. Nella prima parte dell'anno la crescita è stata piuttosto esitante, ma un successivo recupero della domanda estera ha portato l'incremento del PIL al 3½% per l'insieme dell'anno.

Andamenti in altri  
paesi europei

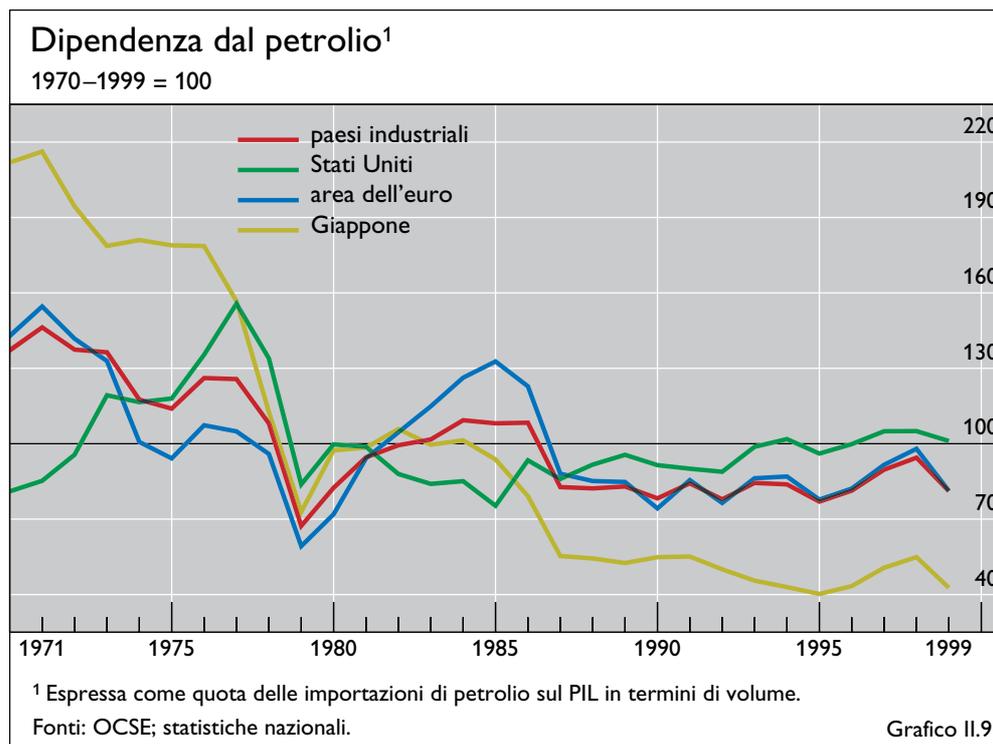
## Inflazione e mercati del lavoro

### *Inflazione e prezzi del petrolio*

Sebbene negli ultimi mesi del 1999 i tassi d'inflazione annui misurati dall'indice generale dei prezzi abbiano mediamente superato di 0,4 punti percentuali i livelli del terzo trimestre, questo aumento non segnala necessariamente la fine del favorevole contesto inflazionistico degli anni novanta. I rialzi sono stati modesti nella maggior parte dei paesi e vanno principalmente ascritti ai prezzi del petrolio. Invero, l'assenza di significativi effetti sull'inflazione di base fa ritenere che siano tuttora in atto le forze alla radice del processo disinflazionistico degli anni novanta.

Moderato  
impatto del rincaro  
del petrolio ...

Una possibile spiegazione di questo modesto impatto sull'inflazione di base è che la recente impennata dei prezzi del petrolio ha solo annullato le precedenti flessioni, cosicché in termini reali i prezzi sono rimasti al disotto dei livelli di due anni fa. Pertanto, potrebbe non essere risultato difficile ai consumatori adeguarsi ai nuovi prezzi. In secondo luogo, il petrolio riveste oggi un'importanza minore che in passato. L'innovazione tecnologica, lo sviluppo di



... riconducibile a innovazioni tecnologiche, misure di risparmio energetico ...

fonti alternative più economiche e molteplici misure di risparmio energetico hanno fatto sì che a partire dagli anni settanta nei paesi industriali il volume delle importazioni di petrolio in rapporto al PIL sia andato calando (grafico II.9). Il maggior numero di fonti di energia, insieme alla ridotta incidenza del petrolio, limitano gli effetti indotti di un rincaro del greggio, facilitando alle imprese la ricerca di alternative meno costose o l'assorbimento nei margini di profitto delle variazioni di prezzo.

... concorrenza e condizioni della domanda aggregata

Una terza ragione dell'assenza di effetti di propagazione del rincaro del petrolio risiede nell'azione combinata delle spinte competitive, delle condizioni della domanda aggregata e della politica monetaria. Rispetto a precedenti periodi di consistenti rincari del petrolio, l'inflazione è rimasta debole su scala mondiale, e sono più numerosi i paesi in cui vi è eccesso di capacità. Oltre a ciò, la maggiore competitività dei mercati (incalzati dalla globalizzazione e deregolamentazione), la cautela dei consumatori e credibili politiche monetarie hanno contribuito congiuntamente a infrangere i "vecchi" schemi inflazionistici. In siffatto contesto, un'impresa che aumenti i prezzi non può attendersi che le sue concorrenti facciano altrettanto, né che un deprezzamento del cambio ripristini la sua competitività. Per evitare la perdita di quote di mercato, l'aumento di prezzo di un input deve essere compensato da riduzioni di costo altrove oppure assorbito mediante un assottigliamento dei margini di profitto. Pertanto, l'accentuata concorrenza attenua gli effetti susseguenti di un rincaro del petrolio.

In sintesi, le forze disinflazionistiche degli anni novanta paiono aver finora limitato l'impatto dello shock petrolifero del 1999 a una semplice variazione dei prezzi relativi, senza che siano state innescate l'inflazione e una conseguente recessione. Inoltre, la favorevole reazione del 1999, insieme all'accordo

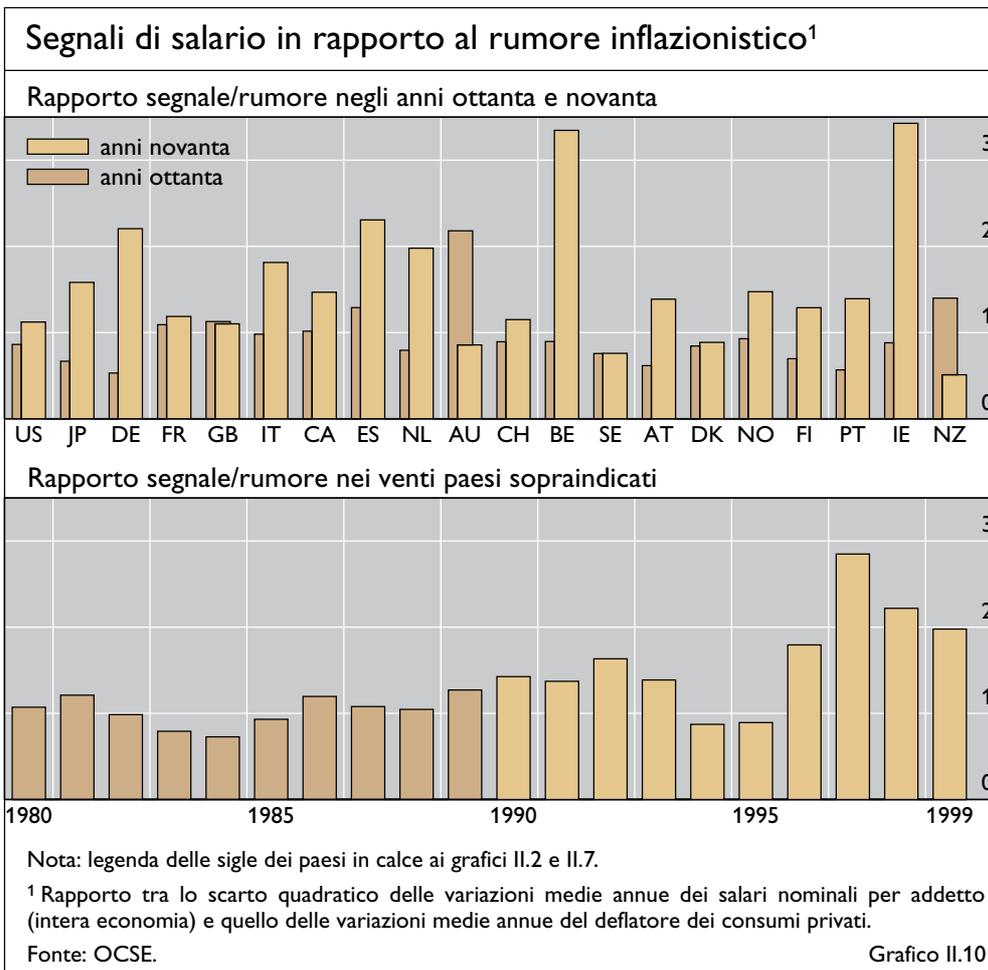
concluso nel marzo di quest'anno per un allentamento dei contingenti di produzione, dà adito a ottimismo per quanto concerne gli effetti secondari del costo dell'energia per l'anno in corso e quello seguente.

*Mercati del lavoro, formazione dei salari e processo inflazionistico*

La crescente concorrenza a livello mondiale e la trasformazione tecnologica non hanno influito soltanto sulle politiche di prezzo delle imprese, ma hanno anche avuto ripercussioni di vasta portata sulla formazione dei salari e la loro interazione con i prezzi nei paesi industriali. La determinazione dei salari è parte fondamentale del processo inflazionistico, poiché le retribuzioni sono al tempo stesso una delle principali determinanti del reddito nominale e dei costi di produzione. Di conseguenza, le modalità di fissazione dei salari possono frenare o favorire l'instaurarsi di un contesto di inflazione bassa e stabile.

Uno degli elementi caratterizzanti il processo di formazione dei salari è lo stesso scenario inflazionistico. I mercati del lavoro, così come altri mercati, funzionano in modo più efficiente quando i soggetti dispongono di migliori informazioni. Il vantaggio immediato di un livello basso e stabile dell'inflazione è che il rumore inflazionistico di fondo si attenua, permettendo alle variazioni dei salari nominali di riprodurre più fedelmente la dinamica delle retribuzioni

La bassa inflazione rende più chiari i segnali dei salari nominali ...



reali e relative, ciò che a sua volta consente agli operatori di interpretare più facilmente i segnali e di rispondere in modo appropriato. Una misura che esprime la maggiore chiarezza dei segnali forniti dai salari nominali è il rapporto fra la dispersione delle variazioni salariali e la dispersione dell'inflazione, in periodi e paesi diversi. Un rapporto in aumento indica che le variazioni delle retribuzioni nominali rispecchiano in misura crescente le variazioni in termini reali più che i differenziali inflazionistici. Come si può rilevare dal grafico II.10, nell'arco degli anni novanta il rapporto fra dispersione delle variazioni dei salari e dei tassi d'inflazione è aumentato in 16 paesi industriali su 20 rispetto agli anni ottanta (riquadro superiore). Del pari, il profilo temporale di questo rapporto riferito allo stesso campione di 20 paesi (riquadro inferiore) mostra una tendenza ascendente negli ultimi due decenni. Una simile evoluzione consente a datori di lavoro e lavoratori di isolare più agevolmente i segnali delle retribuzioni reali dal rumore di fondo dell'inflazione, fornendo quindi parametri di riferimento più affidabili per l'assunzione, la formazione e i percorsi di carriera del personale.

... mentre le pressioni competitive accrescono l'esigenza di flessibilità

Una seconda serie di influssi proviene dalla concorrenza globale e dai progressi tecnologici; entrambi hanno accentuato le pressioni all'innovazione nel mondo industriale. Per restare competitive le imprese e i loro dipendenti devono avere le competenze, gli incentivi e la flessibilità necessari a produrre e sfruttare le innovazioni tecnologiche. Di conseguenza, si riconosce sempre più spesso alla gestione del personale un ruolo chiave per la competitività di un'industria, specie di quelle in cui il fatturato o la produzione stanno aumentando.

Il collegamento fra retribuzione e prestazione ...

Uno dei principali aspetti della gestione delle risorse umane è la politica retributiva. Esistono già ora notevoli differenze tra paesi e imprese concorrenti sul modo in cui vengono fissate e adeguate le retribuzioni, ed è probabile che nel prossimo decennio emergano approcci ancor più differenziati. In alcuni paesi (in particolare Stati Uniti e Regno Unito) le società offrono più frequentemente incentivi, gratifiche, partecipazione agli utili e opzioni azionarie per aumentare le remunerazioni e collegarle maggiormente alla produttività individuale e dell'impresa. È tuttora difficile ottenere dati esaurienti sull'incidenza di queste componenti della retribuzione. Tuttavia, indicazioni aneddotiche e indagini specifiche concordano sul fatto che una quota elevata degli emolumenti percepiti dalla maggior parte dei più alti dirigenti USA è rappresentata da opzioni azionarie e che si sta diffondendo l'uso di incentivi e gratifiche per i quadri meno elevati. Inoltre, fanno crescente ricorso a opzioni azionarie per dirigenti di rango elevato anche società tedesche, svizzere e di altri paesi europei.

... può aumentare la produttività e la sensibilità ciclica dei salari

Tali sviluppi possono accrescere la produttività e probabilmente la sensibilità delle retribuzioni nominali al ciclo economico. Mentre non vi è dubbio che una più rapida crescita della produttività e i più alti salari reali che ad essa si accompagnano sono benefici, gli effetti che produce una maggiore variabilità ciclica dei salari non sono chiari. In fase di recessione il calo dei salari indotto dal ciclo potrebbe accentuare la caduta della domanda di consumi, come è avvenuto in Giappone negli anni novanta. Questo aspetto potrebbe essere particolarmente preoccupante per i paesi anglofoni, dato l'ingente

indebitamento delle famiglie. D'altra parte, proprio il calo delle retribuzioni potrebbe contribuire a salvare posti di lavoro e a preservare il clima di fiducia, consentendo ai datori di lavoro di diminuire i costi della manodopera senza ricorrere a licenziamenti.

#### *UEM, contrattazioni salariali e inflazione*

Le istituzioni del mercato del lavoro europeo e l'unione monetaria europea saranno soggette a particolari sollecitazioni reciproche negli anni a venire. L'unione monetaria potrebbe indurre modifiche nel processo di contrattazione e di formazione dei salari, mentre l'evoluzione dei mercati del lavoro potrebbe avere importanti implicazioni per la conduzione della politica monetaria.

Nell'Europa continentale le contrattazioni in genere si svolgono a livello nazionale, come in Austria, Belgio, Portogallo e nei paesi nordici, oppure a livello intermedio (di settore/categoria), come in Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna. Un contratto europeo tipico stabilisce incrementi salariali medi o minimi e altre condizioni di impiego per una larga parte delle forze di lavoro, mentre fino a epoca recente erano rare le contrattazioni a livello aziendale, comuni ad esempio negli Stati Uniti.

Il livello al quale si svolgono le trattative, ovvero il grado di coordinamento, può influire in vario modo sull'evoluzione economica. Alla contrattazione nazionale o accentrata viene spesso attribuito il merito di spronare le rappresentanze sindacali e i datori di lavoro a raggiungere un accordo che tenga debitamente conto degli effetti macroeconomici e dei costi sociali ("internalizzazione delle esternalità"). Le controparti paiono essere consapevoli che miglioramenti salariali superiori alla crescita media della produttività sono controproducenti, nella misura in cui costringono gli imprenditori ad aumentare i prezzi, e quindi a compromettere la crescita dei salari reali oppure, se le pressioni competitive non lo consentono, a ridurre l'occupazione. Inoltre, la negoziazione accentrata offre ai governi l'opportunità di influire sull'esito in modo diretto, ad esempio mediante sgravi fiscali, come è avvenuto in Irlanda e Finlandia agli inizi di quest'anno. D'altra parte, nell'introdurre incrementi salariali uniformi per differenti categorie e settori, la contrattazione centralizzata ostacola l'aggiustamento dei salari relativi con il pericolo che, in un mercato del lavoro in trasformazione, aumentino gli sfasamenti tra domanda e offerta di qualificazione, nonché la disoccupazione strutturale.

La contrattazione aziendale o decentrata raramente "internalizza" gli effetti degli incrementi salariali ma, fatto altrettanto importante, il suo esito è condizionato dalla concorrenza sul mercato dei prodotti. Inoltre, essa consente una maggiore flessibilità dei salari relativi in funzione di differenti livelli di produttività. Viene spesso sostenuto che il modello intermedio, ossia la contrattazione a livello settoriale, rappresenta il "peggiore dei due mondi". Poiché le pressioni concorrenziali sono meno forti che a livello di impresa, e gli incentivi a internalizzare gli effetti macroeconomici dell'accordo sono minori rispetto alla contrattazione accentrata, le rappresentanze sindacali possono sfruttare il loro potere contrattuale per ottenere incrementi salariali più elevati per la categoria che rappresentano. Anche se non vi sono solidi riscontri empirici, nei paesi che applicano modelli intermedi tra quello accentrato e

Modelli di  
formazione dei  
salari in Europa

Principali  
caratteristiche delle  
contrattazioni  
accentrata ...

... decentrata e  
settoriale

decentrato sia i salari reali che la disoccupazione tendono a essere più elevati.

La UEM potrebbe spostare la contrattazione salariale ...

La UEM potrebbe modificare questi schemi di contrattazione in almeno due modi: da un lato, le parti negoziali di ciascun singolo paese vengono ad assumere un ruolo minore all'interno dell'area dell'euro e, dall'altro, la concorrenza è intensificata in un mercato europeo comune, con una moneta unica. Il primo fattore determina uno spostamento verso il livello intermedio di contrattazione, e ciò comporta il rischio che i negozianti avanzino richieste salariali più egocentriche, nella consapevolezza che l'impatto inflazionistico di un singolo contratto sull'area dell'euro nel suo insieme sarà modesto. Il secondo fattore implica che, come per le contrattazioni decentrate, le forze concorrenziali tendono maggiormente a moderare le richieste salariali e quindi l'inflazione media nell'area dell'euro. In definitiva, se i negozianti sapranno riconoscere che in presenza di una politica monetaria credibile e di mercati competitivi le eccessive rivendicazioni salariali conducono solo a un aumento dei disoccupati e a conflitti sociali, sarà il secondo fattore a prevalere. Tuttavia, questo esito non è affatto scontato, e una maggiore conflittualità potrebbe modificare le istituzioni preposte al coordinamento delle trattative.

... verso un modello più centralizzato ...

Per evitare che ciò avvenga, le parti contraenti potrebbero cercare di centralizzare i negoziati a livello europeo. Un passo simile potrebbe essere giustificato, allorché imprenditori e concorrenza assumono connotati più paneuropei. Tuttavia, non sarebbe semplice accomunare le diverse controparti nazionali (rappresentanze sindacali di settore o categoria e corrispondenti organizzazioni imprenditoriali) in un unico processo. Inoltre, è probabile che la maggiore concorrenza e la trasformazione tecnologica amplino la gamma di contratti applicabili a differenti settori o categorie professionali. Ciò richiederebbe una maggiore flessibilità, mentre i negoziati a livello paneuropeo andrebbero nella direzione opposta.

... oppure, più probabilmente, verso negoziati a livello aziendale

Un esito più probabile è che le contrattazioni salariali finiscano per assumere una connotazione più locale. In effetti, un decentramento è già in atto in diversi paesi. Esso è iniziato nel Regno Unito fin dagli anni sessanta e si è poi accelerato negli anni ottanta. Negli ultimi due decenni Danimarca, Svezia e Paesi Bassi hanno decentrato la maggior parte delle contrattazioni salariali, mantenendo a livello nazionale o settoriale solo i negoziati riguardanti altre condizioni d'impiego. In altri paesi la transizione è stata più graduale, anche se in Germania sono sempre più frequenti accordi tra imprese e sindacati per modificare le retribuzioni aziendali in funzione delle condizioni di mercato prevalenti (slittamento salariale) o per aggirare ostacoli normativi.

Ruolo della BCE

Nella misura in cui un aspetto importante della politica monetaria delle banche centrali della UE è consistito nel promuovere l'integrazione di basse aspettative inflazionistiche negli accordi salariali, un sistema più decentrato comporta che in futuro la BCE avrà un ruolo meno diretto, ma certamente non meno importante. Quando le retribuzioni sono fissate a livello locale, le aspettative di inflazione sono incorporate nelle variazioni dei salari nominali in maniera meno uniforme ed esplicita che nella contrattazione centralizzata. La competitività dei mercati si sostituisce in gran parte al ruolo che le pressioni politiche svolgono sulle parti contraenti, mentre la banca centrale assolve la

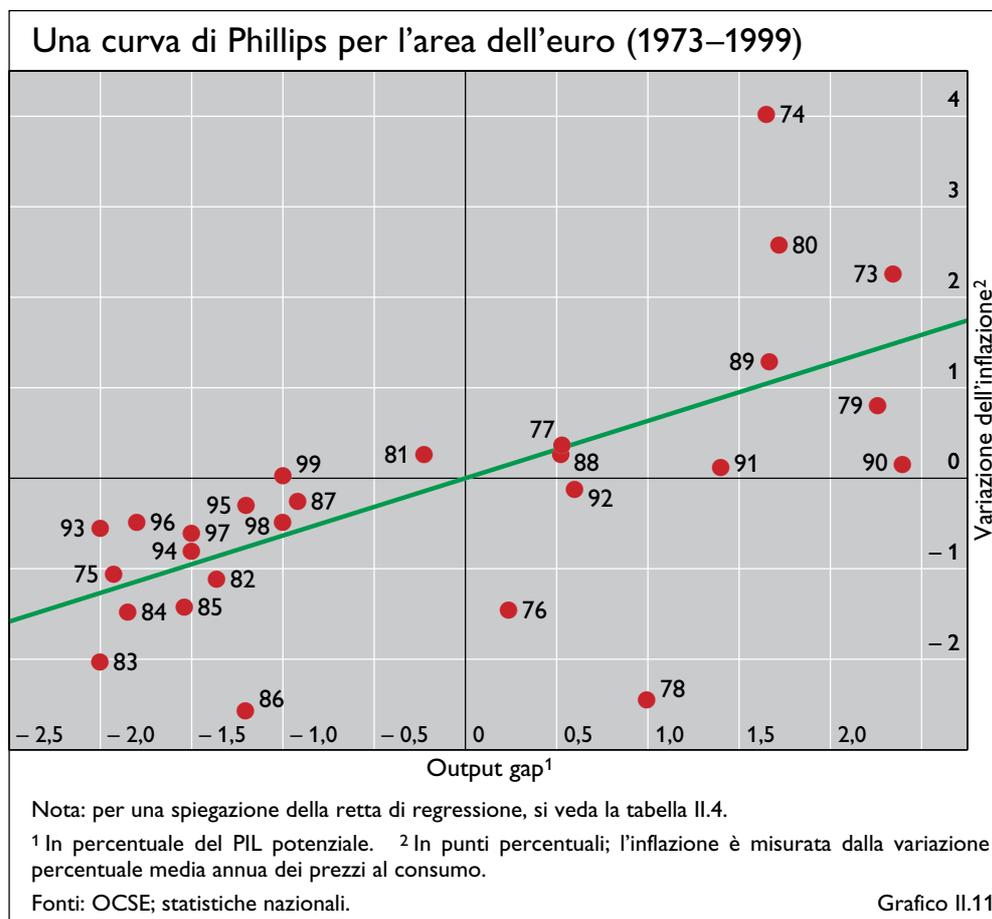
funzione principale di informare e rendere minima l'incertezza sull'orientamento della politica monetaria. Tuttavia, essa non avrà alcun influsso diretto sull'esito della miriade di negoziati.

### Curve di Phillips

La diversità e l'innovazione nei mercati del lavoro potrebbero inoltre far sì che le relazioni espresse nelle curve di Phillips varino significativamente tra paesi o si modifichino nel tempo. Per i responsabili della politica monetaria l'inclinazione della curva di Phillips di breve periodo apporta elementi di conoscenza sulle conseguenze inflazionistiche delle dinamiche correnti del prodotto, mentre gli spostamenti nelle relazioni osservate non solo forniscono informazioni circa le implicazioni per la politica monetaria delle tendenze rilevanti di un'economia, ma modificano anche un importante parametro del meccanismo di trasmissione.

L'introduzione della UEM ha ridestato l'interesse nella natura delle curve di Phillips per l'area dell'euro nel suo insieme. In particolare, si sono poste le questioni se l'inclinazione della curva sia ripida in rapporto ad altri paesi, se il successo della politica monetaria nel ridurre l'inflazione ne abbia provocato uno spostamento e se vi sia evidenza di una relazione comune fra i paesi dell'area. Il grafico II.11 riporta, a titolo illustrativo, la relazione fra l'output gap aggregato dei paesi dell'area dell'euro e le variazioni del tasso medio d'inflazione fra il 1973 e il 1999. Come indica il tracciato della retta, a ogni punto di variazione

Curva di Phillips per l'area dell'euro



Stime della curva di Phillips <sup>1</sup>							
	1973–99	R <sup>2</sup>	DW	1973–88	1989–99	R <sup>2</sup>	DW
Area dell'euro	0,63	0,41	1,59	0,89	0,30	0,48	1,75
Stati Uniti	0,67	0,38	1,93	0,74	0,32	0,38	2,04
Giappone	0,69	0,11	2,29	1,06	0,25	0,12	2,47
Giappone <sup>2</sup>	1,37	0,48	1,70	2,10	0,35	0,68	1,39

<sup>1</sup> Per l'intero periodo 1973–99, il modello della curva di Phillips viene stimato dall'equazione  $\Delta\pi = \beta Gap + \varepsilon$ , dove  $\pi$  è il tasso d'inflazione (IPC),  $Gap$  è l'output gap e  $\beta$  è la pendenza della curva evidenziata nella prima colonna;  $\varepsilon$  rappresenta le variazioni non spiegate dell'inflazione, mentre  $R^2$  e DW individuano rispettivamente il coefficiente di determinazione e il grado di autocorrelazione. Le stime nella seconda sezione della tabella sono ottenute dall'equazione  $\Delta\pi = \beta Gap + \delta Dum.Gap + \varepsilon$ , dove  $Dum$  è una variabile "dummy" che assume valore 1 dopo il 1988 e 0 prima di tale anno. L'inclinazione per il periodo 1973–88 è data da  $\beta$ , mentre quella per il periodo 1989–99 da  $\delta + \beta$ . Tutti i coefficienti angolari si sono mostrati significativi. <sup>2</sup> Per il Giappone la prima equazione è  $\Delta\pi = \beta\Delta Gap_{-1} + \varepsilon$  e la seconda è  $\Delta\pi = \beta\Delta Gap_{-1} + \delta Dum.\Delta Gap_{-1} + \varepsilon$ .

Fonti: OCSE; statistiche nazionali. Tabella II.4

del primo corrisponde una variazione del secondo pari in media a 0,6–0,7 punti percentuali.

L'appiattimento  
della curva di  
Phillips ...

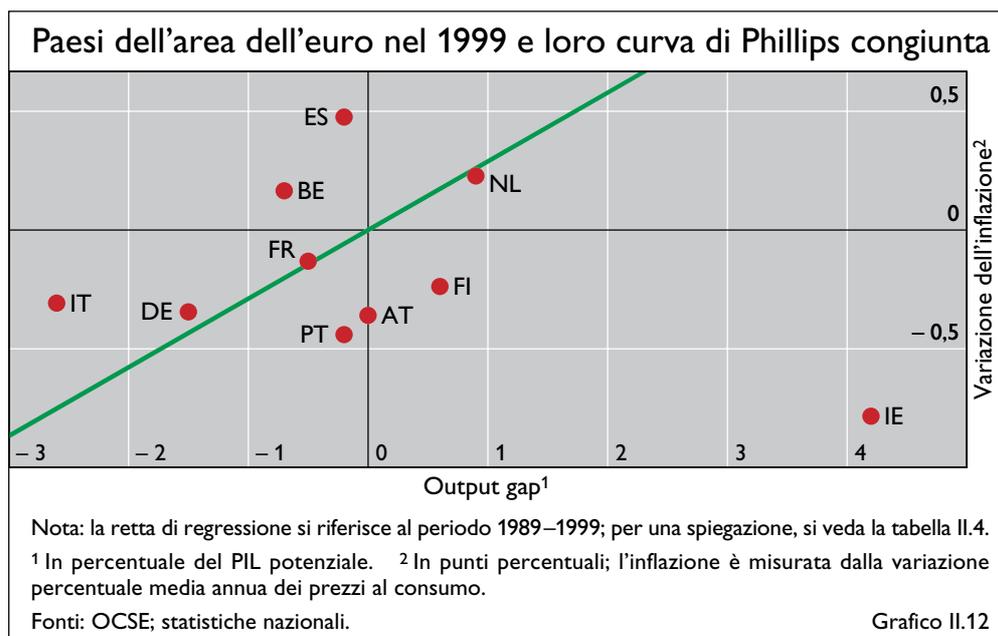
La tabella II.4 raffronta questa relazione con i valori stimati per Stati Uniti e Giappone nello stesso periodo, e verifica se l'inclinazione della curva si è modificata nel corso del tempo. Non considerando variazioni di tale inclinazione i risultati mostrano spiccate analogie, come si evince dalla prima colonna della tabella. È inoltre degno di nota il fatto che negli anni novanta le pendenze scendano a 0,2–0,3 per le tre regioni considerate (si veda anche il Capitolo IV). In altri termini, l'inflazione pare oggi meno sensibile al prodotto di quanto non lo fosse durante gli anni settanta e ottanta. Ciò vale anche per il Giappone ma, forse a causa delle incertezze riguardo alla dimensione effettiva dell'output gap o delle diverse politiche di prezzo adottate dalle imprese nell'intento di preservare i margini di profitto, la curva di Phillips pare essere meglio colta allorché le variazioni dell'inflazione vengono poste in relazione alle variazioni sfasate dell'output gap piuttosto che al suo *livello*. Tuttavia, in entrambe le versioni la sensibilità dell'inflazione alle variazioni del prodotto diminuisce notevolmente.

... potrebbe  
riflettere rigidità  
nominali o errori  
di misurazione

Come rilevato nella Relazione dello scorso anno (Capitolo II, pagine 30–32), diverse possono essere le ragioni alla base dell'appiattimento delle curve di Phillips negli anni novanta, fra cui una minore inflazione, politiche monetarie più credibili e rigidità verso il basso dei salari nominali o dei prezzi. Ad esempio, in un contesto di moderata inflazione, se i salari sono rigidi verso il basso alcuni di essi dovranno necessariamente essere più elevati del dovuto, cosicché una diminuzione della domanda avrà un minore impatto disinflazionistico. Anche altri fattori potrebbero produrre variazioni nell'inclinazione della curva. Ad esempio, una contrazione non individuata nello stock di capitale umano e fisico di un paese – dovuta a ristrutturazioni o a nuove tecnologie, come potrebbe essere accaduto in Giappone – comporterebbe una sovrastima dell'output gap e una distorsione della pendenza della curva verso lo zero.

Curva di Phillips  
congiunta per  
l'intera area  
dell'euro

La terza questione – se vi sia una relazione comune fra i paesi dell'area dell'euro – si fonda sul presupposto che i paesi partecipanti alla moneta unica presentino analogie tali da giustificare una curva di Phillips congiunta. In caso



contrario (e se non vi sono stati progressi verso tale convergenza), una politica monetaria comune potrebbe originare perduranti disparità potenzialmente in grado di destabilizzare l'attività economica. Fortunatamente, benché i singoli paesi mostrino in realtà correlazioni leggermente diverse, l'imporre una relazione comune non pregiudica la capacità della curva di Phillips di prevedere l'inflazione sulla base dell'output gap. Di conseguenza, il fatto che i singoli paesi dell'area dell'euro si collochino intorno alla retta per l'intera area negli anni novanta (grafico II.12) rispecchia principalmente divergenze cicliche più che disparità nelle relazioni sottostanti. In effetti, fatta eccezione per l'Irlanda, la capacità di adattamento della curva dell'area dell'euro ai valori osservati è ragionevolmente buona.

In definitiva, la curva di Phillips sembra riflettere relazioni grosso modo simili tra i vari paesi dell'area dell'euro e mostra una pendenza alquanto prossima a quella degli Stati Uniti; nel caso del Giappone, invece, la relazione viene meglio evidenziata ricorrendo a un modello alternativo. Per tutte e tre le regioni la curva appare marcatamente più piatta negli anni novanta; ciò implicherebbe che, al momento attuale, a una data variazione dell'output gap corrisponda una minore variazione dell'inflazione. Ciò potrebbe aumentare la capacità delle banche centrali di mantenere il livello corrente di inflazione, ma altresì rendere più difficile il compito di correggere un tasso che si discosti dal percorso desiderato.

## Andamenti nell'interscambio mondiale e nelle posizioni sull'estero

### *Interscambio mondiale e prezzi*

Nel 1998 l'espansione del commercio mondiale aveva registrato una netta flessione in termini di volume poiché l'incremento del prodotto in alcune delle economie emergenti più aperte e dinamiche era divenuto negativo.

Andamenti del commercio mondiale e dei prezzi				
	1991-96	1997	1998	1999
	variazioni percentuali annue			
Volumi	6,5	10,0	3,8	4,9
Prezzi (in DSP)	-	-0,8	- 4,2	- 1,6
Manufatti	-	-2,7	0,2	- 1,7
Petrolio	-3,1	-0,2	-31,2	37,6
Derrate alimentari	3,0	-6,0	-11,2	-15,9
Bevande	2,6	39,9	-14,0	-21,9
Materie industriali di base	-2,2	3,9	-13,1	- 3,0

Fonti: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung; FMI. Tabella II.5

Il commercio mondiale cresce solo moderatamente ...

Lo scorso anno, nonostante la ripresa sia della crescita globale sia dell'attività economica nei paesi asiatici colpiti dalla crisi, l'interscambio mondiale è aumentato solo moderatamente, soprattutto perché la domanda di importazioni nelle economie di mercato emergenti (e, di riflesso, le esportazioni dei paesi avanzati) ha risentito del debole incremento della domanda interna (tabella II.5).

... ma le dinamiche dei prezzi differiscono

I prezzi del commercio mondiale (misurati in DSP) sono nuovamente calati lo scorso anno, seppure in modo nettamente diverso tra i vari gruppi di prodotti e di materie prime. Dopo la modesta crescita del 1998, i prezzi dei manufatti sono leggermente diminuiti a causa del perdurare di una forte concorrenza sui mercati mondiali dei prodotti e di "sacche" di offerta eccedente dopo la crisi asiatica. I prezzi dei prodotti alimentari si sono notevolmente ridotti per il secondo anno consecutivo, mentre quelli delle materie industriali di base (e in particolare i metalli), che tendono a mostrare una maggiore sensibilità alle dinamiche globali della produzione industriale, hanno iniziato a riprendersi nel corso del 1999, ancorché non abbastanza da impedire un lieve decremento su base annua. La ripresa più spettacolare si è tuttavia verificata nei prezzi petroliferi, cresciuti di quasi il 40% tra il 1998 e il 1999 – e più che triplicati tra la fine del 1998 e l'ultimo picco – principalmente per effetto di un efficace contingentamento dell'offerta introdotto nel marzo 1999. Peraltro, a seguito dell'accordo del marzo scorso, con cui sono state innalzate le quote di produzione, i prezzi del petrolio sono diminuiti di quasi un terzo.

#### *Saldi dei conti correnti*

Crescente discrepanza statistica

Come evidenziato nella tabella II.6, la discrepanza statistica mondiale di segno negativo è aumentata significativamente dall'insorgere della crisi asiatica. Il deterioramento aggregato di tutti i paesi che hanno accusato un indebolimento nel conto corrente a partire dal 1997 è pari a circa \$320 miliardi, di cui circa il 60% attribuibile agli Stati Uniti e un terzo agli altri paesi industriali. Il miglioramento cumulativo è invece ammontato a soli \$144 miliardi, gran parte del quale realizzato in Asia. Il peggioramento è principalmente riconducibile alla più rapida crescita delle importazioni; le dinamiche degli acquisti all'estero nei paesi o gruppi di paesi riportati nella sezione di sinistra della tabella non sembrano

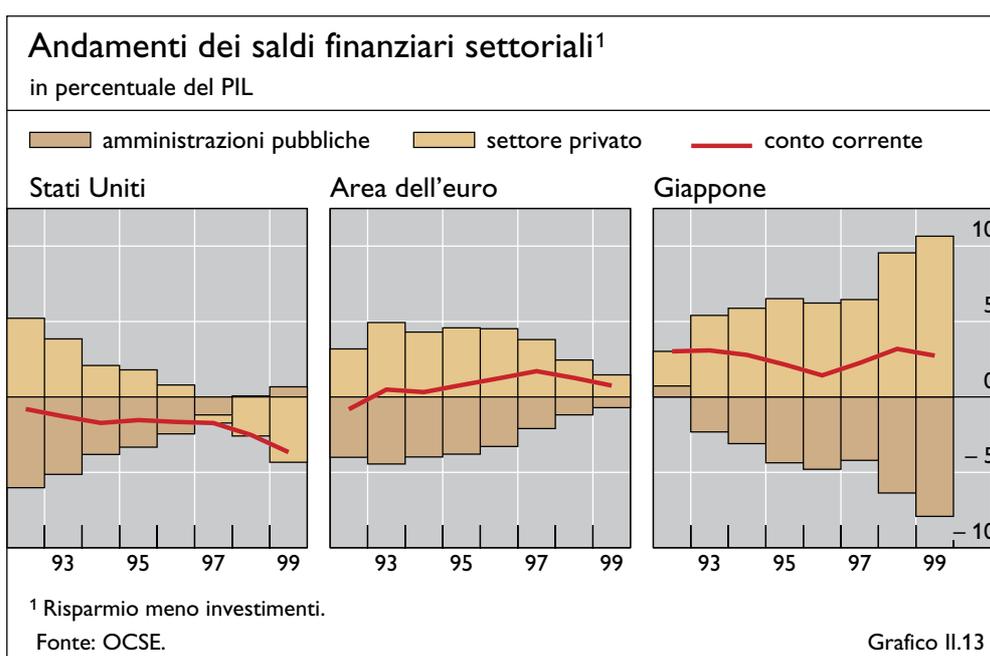
Variazioni nei saldi dei conti correnti, 1997–99 <sup>1</sup>			
	Peggioramenti		Miglioramenti
Stati Uniti	-195,4	Paesi asiatici emergenti	85,3
Area dell'euro	- 61,0	Giappone	15,2
Regno Unito	- 31,5	Canada	7,3
Australia	- 9,6	Svizzera	3,2
Altri paesi industriali	- 3,9	Altri paesi industriali	2,4
Medio Oriente	- 9,6	Economie in transizione	20,8
Africa	- 9,4	America latina	9,9
Totale	-320,4	Totale	144,1

<sup>1</sup> In miliardi di dollari USA.  
 Fonti: FMI; statistiche nazionali. Tabella II.6

peraltro incoerenti con le relazioni storiche fra importazioni e crescita della domanda interna. È difficile discernere le variazioni dei volumi da quelle dei prezzi a causa delle ampie oscillazioni dei tassi di cambio nel periodo in rassegna, le quali producono lo stesso effetto anche dal lato delle esportazioni. Nel complesso, la tabella indica che la dilatazione delle esportazioni, e quindi la crescita complessiva del prodotto, potrebbero essere state maggiori di quanto finora ipotizzato. La precisa localizzazione degli effetti aggiuntivi di crescita e di bilancia dei pagamenti è tuttavia di non facile determinazione.

Tralasciando la questione della discrepanza statistica, gli squilibri finanziari negli Stati Uniti non sono circoscritti all'economia interna, come rilevato in precedenza, ma risultano forse più evidenti nell'ampliamento degli squilibri esterni e nei crescenti timori circa la sostenibilità nel più lungo periodo dell'attuale livello del dollaro (grafico II.13). In ogni caso, non si può dire se e quando i mercati giudicheranno insostenibile il disavanzo esterno degli

La sostenibilità del disavanzo corrente USA ...



Bilancia dei pagamenti nei paesi industriali									
	Conto corrente			Conto finanziario			Saldo complessivo <sup>1</sup>		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
	in miliardi di dollari USA								
Stati Uniti	-143,5	-220,6	-338,9	277,6	238,5	359,0	134,1	17,9	20,1
Giappone	94,3	120,6	109,5	3,6	- 62,9	- 35,8	97,9	57,7	73,7
Area dell'euro	106,8	67,3	45,8	-80,9	-214,2	-180,4	25,9	-146,9	-134,6
<i>Germania</i>	- 3,1	- 4,6	- 20,2	-37,9	- 75,9	- 59,4	-41,0	- 80,5	- 79,6
<i>Francia</i>	38,8	40,6	37,4	-37,5	- 64,2	- 84,5	1,3	- 23,6	- 47,1
<i>Italia</i>	32,2	21,7	9,8	4,8	- 6,9	- 13,0	37,0	14,8	- 3,2
<i>Benelux</i>	41,4	37,7	34,6	-40,8	- 88,0	- 27,9	0,6	- 50,3	6,7
Regno Unito	10,8	- 1,1	- 20,7	-67,2	- 84,2	50,0	-56,4	- 85,3	29,3
Svizzera	25,9	23,8	29,2	-24,9	- 14,0	- 55,4	1,0	9,8	- 26,2
Australia	- 12,7	- 17,9	- 22,3	16,2	6,6	12,2	3,5	- 11,3	- 10,1
Canada	- 10,3	- 11,1	- 2,9	- 6,9	- 8,1	- 5,6	-17,2	- 19,2	- 8,5
Nuova Zelanda	- 4,3	- 2,6	- 4,3	5,4	3,0	0,1	1,1	0,4	- 4,2
Paesi industriali	80,2	- 41,1	-193,2	103,3	-163,2	163,2	183,5	-204,3	- 30,0

<sup>1</sup> Somma delle colonne precedenti.  
 Fonti: FMI; statistiche nazionali.

Tabella II.7

... dipende dagli afflussi di capitali a lungo termine

Stati Uniti senza considerare anche i flussi netti di capitali a lungo termine e le forze che determinano tali flussi. Negli ultimi due o tre anni, i saldi dei conti correnti delle tre principali aree valutarie sono stati soverchiati dagli IDE e dagli investimenti di portafoglio azionari (tabella II.7). Ad esempio lo scorso anno, in termini netti, gli afflussi di IDE agli Stati Uniti rappresentavano il 40% circa del disavanzo corrente, mentre quelli di portafoglio erano pari a oltre la quota restante. Va inoltre rilevato che tra il 1991 e il 1997 le società statunitensi hanno investito all'estero più di quanto le società estere non abbiano investito negli USA. Questa tendenza si è però invertita nel 1998. Il saldo dei flussi di portafoglio era divenuto negativo già a partire dal 1996, anche se ciò è in parte riconducibile al fatto che gli investitori USA avevano effettuato cessioni nette di titoli azionari esteri. Tutto considerato, l'accelerazione degli IDE e degli investimenti di portafoglio verso gli Stati Uniti negli ultimi due anni fa ritenere che per gli investitori esteri sui mercati USA la redditività attesa del capitale sia cresciuta di pari passo con le aspettative di un aumento della produttività e del PIL potenziale e che questo incremento sia servito in parte a finanziare il forte deterioramento del disavanzo corrente.

Caratteristiche dei flussi di capitali nell'area dell'euro, in Giappone ...

Per un certo verso, l'immagine fornita dall'area dell'euro è speculare a quella degli Stati Uniti. Lo scorso anno il conto corrente presentava un'ecce- denza ma, a causa di deflussi netti di capitali a lungo termine pari a quattro volte l'ammontare di tale avanzo, il saldo complessivo è risultato fortemente negativo. Nel caso del Giappone, il rimpatrio di fondi investiti all'estero, assieme agli acquisti netti esteri di titoli azionari giapponesi e al triplicarsi degli afflussi di IDE rispetto al 1998 (indotti dalla deregolamentazione e dalle ristrutturazioni societarie), ha fatto scendere i deflussi netti di capitali a solo un terzo dell'ecce- denza di parte corrente.

Considerando altre singole economie, lo scorso anno tutti i maggiori paesi dell'area dell'euro hanno registrato disavanzi nel conto finanziario; la Germania ha riportato il deficit complessivo più elevato, mentre i paesi del Benelux hanno segnato un surplus. La Svizzera, per converso, è passata da un saldo positivo a uno negativo della bilancia totale. Anche nel Regno Unito si è verificato un importante spostamento dei flussi netti di capitali, che ha determinato un'eccedenza complessiva di insolito ammontare. I conti correnti e i conti finanziari degli altri paesi anglofoni hanno mostrato dinamiche piuttosto divergenti lo scorso anno, a differenza del 1998, quando essi avevano indistintamente registrato disavanzi correnti piuttosto ampi e una contrazione dei flussi netti di capitali. Grazie anche alle vendite agli Stati Uniti e al rialzo dei prezzi delle materie prime, il Canada è riuscito in pratica a eliminare il disavanzo di parte corrente, riducendo al tempo stesso i deflussi netti. Per contro, l'Australia e la Nuova Zelanda – più esposte alla ripresa relativamente lenta nella domanda di importazioni dell'Asia e con un export di materie prime a più forte componente agricola – hanno visto ampliarsi ulteriormente i rispettivi disavanzi commerciali e correnti. L'Australia ha tuttavia beneficiato di più elevati afflussi netti, che sembrano aver attenuato le pressioni sulla valuta, mentre si è assistito a un nuovo calo dei fondi affluiti alla Nuova Zelanda.

... e in alcuni altri paesi

Nel complesso, durante lo scorso decennio i flussi netti di IDE e di investimenti di portafoglio azionari, sulla scia delle mutevoli aspettative di redditività e di crescita a lungo termine, paiono aver assunto maggiore importanza rispetto agli squilibri correnti. Ciò emerge con chiarezza nel caso degli Stati Uniti, dove la correlazione fra corsi azionari e afflussi netti di capitali è altamente positiva, così come quella fra cambio del dollaro e prezzi delle azioni (Capitolo V). Una siffatta correlazione è evidente anche in Giappone, dove gli annunci di ristrutturazioni societarie hanno condotto a marcati incrementi negli afflussi di fondi e nelle quotazioni di borsa. I movimenti relativi degli indici azionari non riescono però a spiegare i deflussi di capitali europei a più lungo termine, visto che tali indici sono aumentati in Europa a un ritmo grosso modo analogo a quello giapponese e pari a oltre il doppio di quello degli USA.

Diverse determinanti dei flussi di capitali

Inoltre, mentre tali tendenze sono per lo più inequivocabili, meno certa appare la loro sostenibilità. Da un lato, nella misura in cui le aspettative circa i rendimenti futuri, e quindi i flussi di capitali, sono essenzialmente di natura ciclica, un rallentamento dell'economia statunitense è destinato ad acuire i timori sul disavanzo corrente e, forse, a comprimere gli afflussi netti. Dall'altro, se i movimenti di capitali sono trainati principalmente da cambiamenti strutturali, quali gli aumenti nella crescita di lungo periodo indotti dalle tecnologie informatiche o le ristrutturazioni societarie, e le pressioni della domanda nei paesi di destinazione restano moderate, un ulteriore peggioramento degli squilibri di parte corrente potrebbe influire solo marginalmente sull'entità dei flussi finanziari a più lungo termine.

Sostenibilità degli afflussi negli USA