

## II. Gli andamenti nelle economie industriali avanzate

### Aspetti salienti

Nel corso del 2001 le economie industriali avanzate hanno subito un rallentamento eccezionalmente brusco e simultaneo; la crescita del commercio mondiale si è fermata. La decelerazione è stata originata dal settore societario, dove la caduta dei profitti e dei corsi azionari ha comportato un netto calo della spesa in investimenti fissi e delle scorte. Le condizioni di finanziamento per le imprese sono divenute più selettive, in quanto le società con basso merito di credito hanno dovuto corrispondere differenziali più ampi. È rimasta invece sostenuta la domanda delle famiglie, specie negli Stati Uniti e in altri paesi anglofoni. Il vigore della spesa di questo settore è in parte attribuibile ai crescenti prezzi delle abitazioni e alle favorevoli condizioni del credito.

L'evoluzione dell'economia mondiale è migliorata sensibilmente nei primi mesi del 2002, grazie a un più lento decumulo delle scorte e alla risoluta reazione sul piano delle politiche. Gli investimenti fissi privati non hanno ancora ripreso quota: i profitti sono tuttora depressi, e in alcuni paesi i livelli del debito appaiono elevati per questa fase del ciclo economico. Le aspettative inflazionistiche sembrano ben ancorate in basso, nonostante i rincari del petrolio, e hanno permesso di mantenere i tassi ufficiali a livelli contenuti.

### Rallentamento nel 2001

La crescita del prodotto aggregato nei principali paesi industriali ha iniziato a diminuire dalla metà del 2000, continuando a rallentare marcatamente lo scorso anno (tabella II.1). I primi segni di frenata sono emersi negli Stati Uniti, in particolare nel settore ad alta tecnologia. La conseguente decelerazione del commercio mondiale è stata particolarmente forte (grafico II.1), mettendo in evidenza l'insolita sincronia della flessione congiunturale. Un altro importante aspetto del rallentamento è che esso non pare essere stato innescato da una restrizione monetaria. Piuttosto, si è assistito a una brusca correzione al ribasso delle giacenze e degli investimenti aziendali, preceduta e in parte causata da una pronunciata flessione dei profitti delle imprese. Per contro, i consumi privati e l'edilizia residenziale hanno mostrato una tenuta molto maggiore rispetto a precedenti fasi contrattive. Le dinamiche divergenti della spesa delle imprese e delle famiglie originano in parte da differenti fattori di fondo. Una capacità in eccesso e profitti calanti nel settore societario contrastano nettamente con i crescenti prezzi immobiliari e il perdurante vigore dei redditi reali delle famiglie. Hanno favorito i consumi e l'edilizia abitativa anche le condizioni creditizie relativamente agevoli per il settore famiglie.

Forte decelerazione dell'interscambio mondiale

Crescita e inflazione						
	PIL reale			Prezzi al consumo <sup>1</sup>		
	1991–2000	2001	2002 <sup>2</sup>	1991–2000	2001	2002 <sup>2</sup>
variazioni percentuali annue						
Stati Uniti	3,2	1,2	2,8	2,8	2,8	1,6
Area dell'euro	2,0	1,5	1,3	2,6	2,5	2,0
Giappone	1,4	-0,4	-1,0	0,8	-0,7	-1,0
Regno Unito	2,3	2,2	1,8	3,2	2,1	2,2
Economie industriali avanzate	2,5	1,1	1,7	2,4	2,1	1,4

<sup>1</sup> Per il Regno Unito, prezzi al dettaglio esclusi interessi ipotecari. <sup>2</sup> Previsioni Consensus pubblicate in maggio.

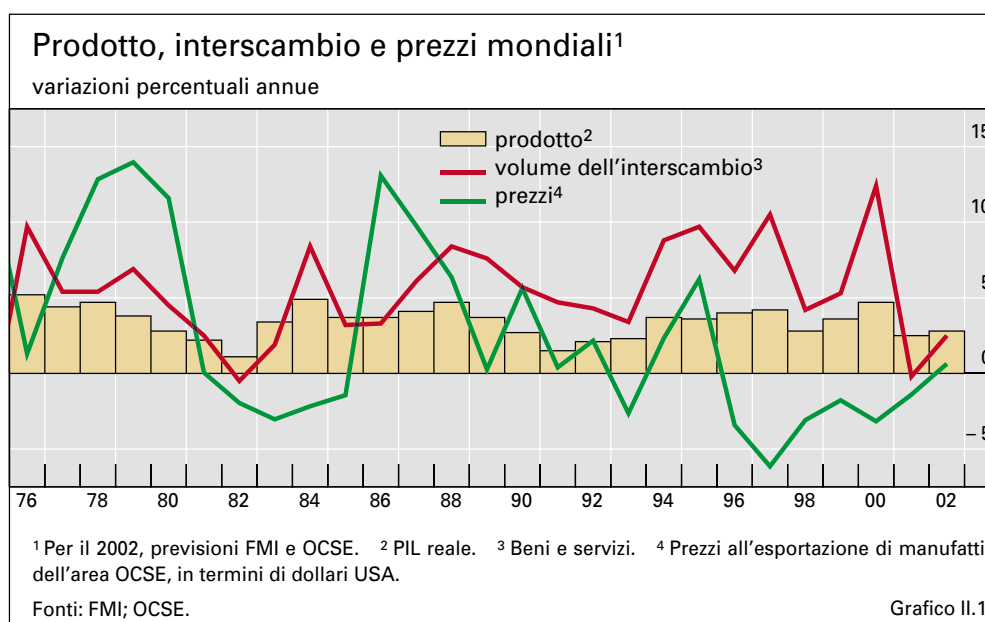
Fonti: © Consensus Economics; statistiche nazionali. Tabella II.1

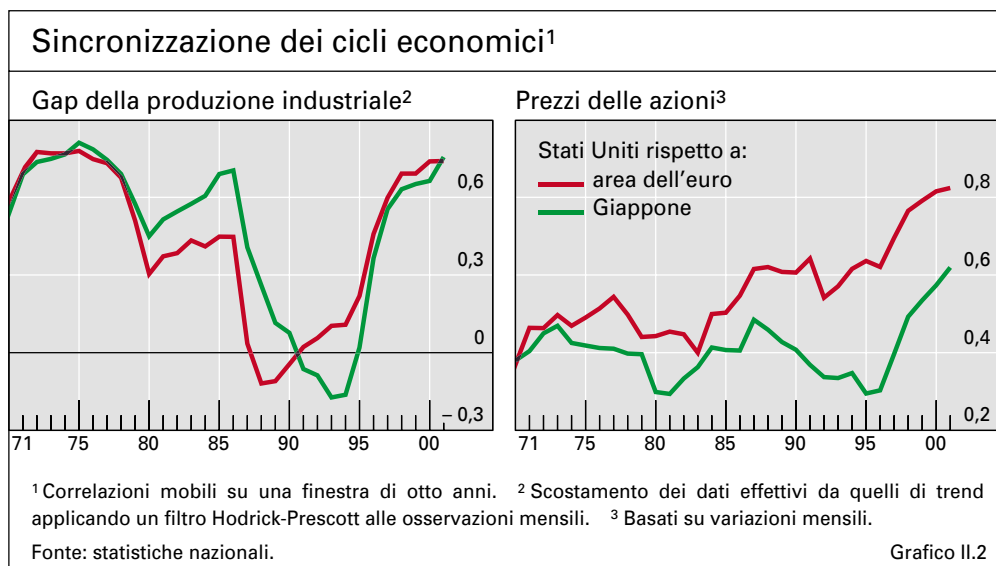
### Nessi internazionali

Una caratteristica di spicco della più recente fase di rallentamento è che essa presenta un maggior sincronismo rispetto alla recessione dei primi anni novanta (grafico II.2). Una spiegazione potrebbe essere che con l'intensificarsi della globalizzazione economica è aumentata la correlazione tra i cicli congiunturali, sebbene siano plausibili anche altre interpretazioni.

Il canale più diretto attraverso il quale uno shock si trasmette da un paese all'altro è quello commerciale. Essendo aumentata la specializzazione ai vari stadi del processo produttivo, nelle odierne economie i flussi dell'interscambio rappresentano una quota maggiore del prodotto (tabella II.2). Inoltre, l'integrazione verticale implica che uno shock specifico di un settore produca effetti analoghi in termini di oscillazione del prodotto aggregato anche al di là dei confini nazionali. Come mostra la continua crescita dei flussi di investimenti diretti esteri durante gli anni novanta, una seconda, e correlata, caratteristica della globalizzazione è che le aziende si sono insediate più saldamente nei

Canale  
commerciale





mercati esteri. Di conseguenza, le turbative in una grande economia tendono a deprimere i profitti complessivi di società multinazionali, provocando un aggiustamento generalizzato della loro spesa. In aggiunta, i problemi sorti in un paese possono condizionare le aspettative economiche dei partners commerciali, innescando una più rapida correzione delle scorte, dei piani d'investimento e dell'occupazione.

Anche i canali finanziari potrebbero aver assunto un ruolo più influente. I tassi d'interesse a lungo termine tendono a muoversi in stretta sintonia. È inoltre aumentata nel tempo la correlazione tra i corsi azionari nei maggiori paesi industriali. Ciò potrebbe aver accresciuto la sincronizzazione dei cicli economici in due modi. Poiché i prezzi sui mercati finanziari reagiscono prontamente al mutare delle condizioni macroeconomiche, essi accelerano la trasmissione ad altre economie delle turbative specifiche di un dato paese. In aggiunta, negli ultimi decenni si è assistito a un crescente ricorso al finanziamento sui mercati dei capitali. È vero che le strutture finanziarie e gli assetti di bilancio presentano tuttora notevoli differenze nazionali e che l'influsso dei mercati dei capitali è tradizionalmente maggiore nei paesi

Canale finanziario

Quote del commercio estero <sup>1</sup>				
	1981-1990	1991-2000	2000	2001
	in percentuale del PIL			
Stati Uniti	9,3	11,4	13,0	11,9
Area dell'euro <sup>2</sup>	14,8	15,0	19,3	19,3
Giappone	11,3	9,1	10,0	10,1
Regno Unito	26,1	27,1	29,0	28,2
Canada	26,0	35,1	42,9	40,7
Australia	16,5	19,6	22,4	22,2
Svezia	32,2	35,7	44,5	43,5
Svizzera	35,8	36,1	44,0	44,2

<sup>1</sup> Media delle esportazioni e importazioni di beni e servizi. <sup>2</sup> Escluso il commercio estero intra-area.

Fonti: BCE; OCSE; statistiche nazionali. Tabella II.2

Comunanza di shock temporanei e forse reversibili nel 2001

anglofoni che non nell'area dell'euro o in Giappone. Nondimeno, le variazioni di grandezze finanziarie sempre più correlate sono destinate ad avere effetti più forti e più sincroni sulla domanda interna rispetto al passato.

Nonostante queste tendenze di lungo periodo, il grado di sincronismo economico di fondo potrebbe essere minore di quanto gli andamenti del 2001 lascerebbero supporre. Anzitutto, durante il recente rallentamento congiunturale hanno agito vari fattori comuni di natura transitoria e forse reversibile. Il rincaro del petrolio nel 1999 e nel 2000 (tabella II.3) ha innalzato i prezzi all'importazione e depresso i profitti societari, frenando sia i consumi privati sia la spesa delle imprese. Inoltre, nella maggior parte delle economie le politiche monetarie sono state inasprite in quel biennio. Ma forse l'evento più importante è stato lo scoppio della bolla delle azioni tecnologiche, che ha causato un drammatico e simultaneo deterioramento dei mercati finanziari globali. Il conseguente netto calo negli investimenti fissi e nelle scorte (componenti della domanda a intensità commerciale relativamente elevata) ha amplificato l'importanza del canale dell'interscambio. Infine, gli attacchi terroristici dell'11 settembre hanno gravemente scosso la fiducia in tutti i paesi.

Ritorno alla situazione degli anni settanta e ottanta?

In secondo luogo, se è vero che la recente flessione ciclica appare più sincrona in confronto alla recessione dei primi anni novanta, va però detto che quest'ultima aveva avuto una dinamica piuttosto inconsueta. Il prodotto era diminuito negli Stati Uniti e negli altri principali paesi anglofoni nel 1991, ma solo due anni dopo nell'Europa continentale e in Giappone. L'assenza di sincronismo agli inizi degli anni novanta è principalmente riconducibile a perturbazioni ed eventi specifici di singoli paesi, in particolare la riunificazione tedesca e l'esaurirsi della bolla speculativa dei prezzi delle attività in Giappone. Quest'ultimo evento ha altresì causato persistenti problemi di bilancio, che hanno pesato sull'attività economica per tutto il decennio. La conseguente dissociazione di questo paese dal ciclo produttivo di altre economie industriali è stata accentuata dalla crisi asiatica del 1997-98. In quest'ottica, il sincronismo osservato lo scorso anno potrebbe semplicemente rispecchiare un ritorno alla situazione prevalente negli anni settanta e ottanta.

Interscambio mondiale e prezzi <sup>1</sup>					
	1991-2000	1999	2000	2001	2002 <sup>2</sup>
	variazioni percentuali annue				
Volumi dell'interscambio	7,3	5,6	12,8	-0,7	2,6
Prezzi dell'interscambio (in dollari USA)	-0,8	-2,0	0,3	-3,5	-1,5
Manufatti	-0,9	-1,9	-5,1	-2,4	-0,5
Petrolio	2,1	37,5	57,0	-14,0	-5,3
Altre merci	-0,9	-7,0	1,8	-5,5	-0,1
Ragioni di scambio					
Economie avanzate <sup>3</sup>	0,2	0,1	-2,5	0,4	0,6
Paesi in via di sviluppo	-0,0	4,5	7,4	-3,0	-1,6

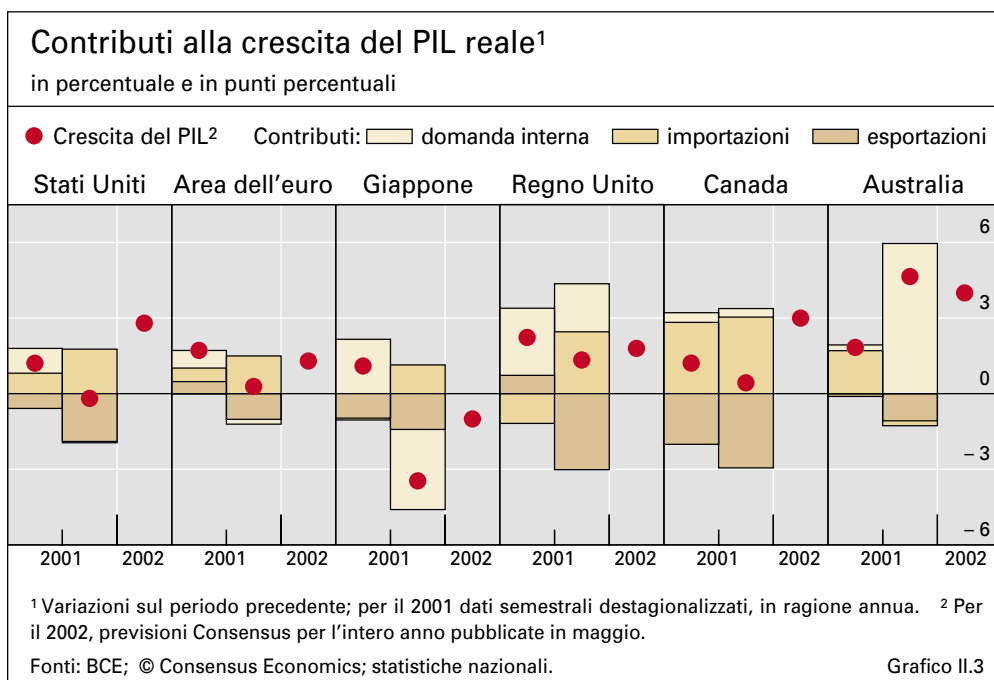
<sup>1</sup> Soltanto beni. <sup>2</sup> Previsioni FMI. <sup>3</sup> Economie industriali avanzate più economie asiatiche di recente industrializzazione (Corea, Hong Kong SAR, Singapore e Taiwan, Cina).

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella II.3

In terzo luogo, la sincronizzazione dei cicli economici nel 2001 non andrebbe sopravvalutata. Anche se la crescita ha subito contraccolpi ovunque, gli andamenti macroeconomici nei principali paesi hanno mostrato profili diversi a seconda dell'influsso di specifici fattori nazionali. Al di fuori degli Stati Uniti il quadro più favorevole è riscontrabile negli altri paesi anglofoni, persino in quelli più strettamente legati all'economia statunitense (in particolare il Canada). Il Regno Unito ha registrato nel 2001 tassi di crescita superiori a quelli di tutti gli altri membri del G7, sebbene il prodotto si sia indebolito verso la fine dell'anno. Tale performance è principalmente da ascrivere alla vivacità dei consumi abbinata a una forte espansione degli investimenti pubblici. L'economia australiana, nonostante i suoi legami commerciali con il Giappone e l'Est asiatico, è cresciuta del 2½% grazie a una vigorosa domanda interna, a un tasso di cambio competitivo e ai favorevoli effetti dal lato dell'offerta derivanti da molti anni di deregolamentazione economica (grafico II.3).

Altre regioni hanno risentito del rallentamento mondiale più di quanto inizialmente previsto. Il Giappone, già in fase di ristagno quando l'economia USA era in forte crescita, è stato il solo paese industriale avanzato in cui il PIL abbia avuto un calo assoluto nel 2001. La caduta delle esportazioni ha aggravato la recessione dell'economia interna, su cui pesavano già le difficoltà del settore bancario, la fragilità dei bilanci societari e le aspettative deflazionistiche. Nell'area dell'euro l'attività è rallentata sensibilmente nel corso dell'anno. Nel secondo semestre il PIL è addirittura diminuito in Germania, dove la domanda interna è stata frenata da una massiccia correzione delle scorte e dalla contrazione degli investimenti. L'attività ha subito una significativa decelerazione anche in Italia, di riflesso a una debole domanda interna. Fra i restanti paesi europei è da segnalare il marcato rallentamento del PIL di Svezia, in presenza di consumi stagnanti, e Svizzera, dove le esportazioni sono state penalizzate oltre che dalla minore crescita mondiale, anche dall'apprezzamento del franco.



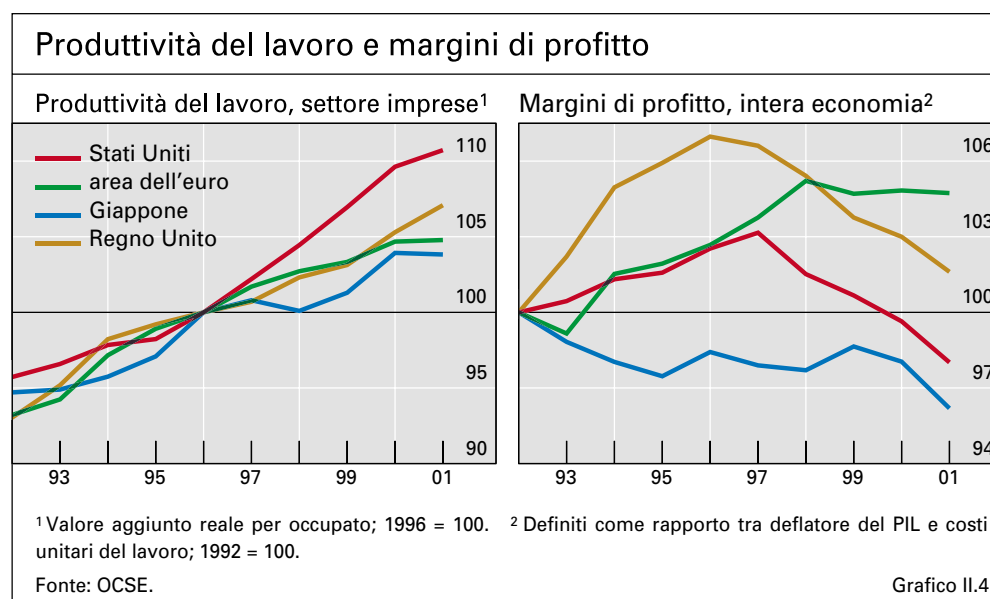
In sintesi, sembra che il rallentamento sincrono nel 2001 abbia rispecchiato soprattutto gli effetti di shock comuni, accentuati dall'elevata intensità commerciale delle componenti della domanda più colpite. Sotto questo aspetto esso è stato simile alle recessioni dei primi anni settanta e ottanta. La principale implicazione è che la ripresa mondiale, verosimilmente in atto dagli inizi del 2002, potrebbe non palesare lo stesso grado di sincronismo (si veda oltre).

#### *Ruolo dei settori societario e manifatturiero nella fase contrattiva*

Sviluppi contrastanti nei settori imprese e famiglie

Oltre all'elevato sincronismo mondiale, un secondo aspetto del rallentamento dello scorso anno è il contrasto tra gli andamenti dei settori imprese e famiglie. Ciò si è tradotto in marcate differenze nella performance dei comparti orientati al mercato interno e a quello estero, specie nei paesi che negli ultimi anni avevano registrato un forte apprezzamento del cambio. Ad esempio, la produzione manifatturiera è diminuita drasticamente negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre l'edilizia – residenziale e pubblica – e il terziario hanno resistito relativamente bene al deterioramento del ciclo.

Il rallentamento mondiale è stato soprattutto dovuto al brusco calo della produzione manifatturiera, specie di prodotti ad alta tecnologia. Un fattore chiave va individuato nella forte e rapida correzione verso il basso degli investimenti delle imprese in risposta ai profitti calanti. Sebbene le aziende abbiano per lo più beneficiato di bassi tassi d'interesse e di una vigorosa espansione del prodotto nello scorso decennio, i loro profitti hanno subito crescenti erosioni negli ultimi anni. Negli Stati Uniti i margini di profitto sono andati diminuendo dal 1997, poiché quasi tutti i guadagni di produttività sono stati assorbiti dalla remunerazione del lavoro. Compresi dall'aumento dei prezzi del petrolio e da un precedente inasprimento delle condizioni creditizie in taluni settori, i margini si sono ridotti ulteriormente nel periodo immediatamente precedente la svolta recessiva (grafico II.4). Il deterioramento, evidente anche in alcuni altri maggiori paesi industriali, è stato amplificato da un eccesso di capacità accumulatosi in diversi settori, che ha alimentato pressioni deflazionistiche e limitato il potere di fissazione dei prezzi delle imprese.



La produzione industriale è diminuita anche a causa di una cospicua correzione delle giacenze, specie negli Stati Uniti. In Giappone, per contro, la quota delle scorte sulle vendite è rimasta elevata nonostante il forte calo della produzione industriale, scesa a fine 2001 al minimo storico degli ultimi 14 anni. Come già detto, un altro importante evento di portata globale sono stati gli attacchi terroristici dell'11 settembre, che hanno non solo perturbato la produzione a livello aziendale, ma anche scosso la fiducia su scala mondiale, accentuando il rallentamento del commercio internazionale.

La spesa delle imprese è stata inoltre raffrenata dall'evoluzione dei prezzi delle attività e dalle mutate condizioni creditizie, in quanto le imprese hanno cercato di rafforzare i flussi di cassa e di ridurre il proprio fabbisogno di finanziamento attraverso tagli alla spesa. Anzitutto, gli utili di bilancio delle società hanno risentito di ingenti rettifiche di valore a fronte di costose acquisizioni precedenti. Secondo, con la forte correzione al ribasso delle prospettive di profitto a breve termine, molte società hanno dovuto anche fronteggiare imprevisti squilibri di tesoreria, in un contesto di debole attività e di ridotto accesso ad alcuni mercati del credito. Terzo, mentre la forza del cambio ha acuito i problemi dei settori manifatturieri statunitense e britannico, la spesa delle imprese nell'area dell'euro è stata condizionata negativamente soprattutto dall'eccesso di capacità produttiva e da una significativa correzione delle quotazioni azionarie nel settore delle telecomunicazioni.

Negli ultimi 18 mesi si è inoltre osservato un marcato spostamento nei flussi di finanziamento all'interno del settore societario. I mutuatari primari hanno beneficiato dell'allentamento monetario e di un maggior ricorso all'investimento obbligazionario. Le loro emissioni di titoli di debito si sono mantenute a livelli elevati, specie negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Con l'accentuarsi del rallentamento gli investitori sono divenuti ancor più selettivi, e gli spreads sui titoli societari di qualità non bancaria si sono ampliati, annullando in parte l'effetto incentivante del calo dei tassi a breve. Come analizzato nel Capitolo VI, l'affidabilità creditizia di diverse categorie di prenditori societari si è deteriorata allorché la più debole crescita economica ha depresso i profitti, provocando un aumento dei fallimenti. Particolare rilevanza hanno assunto i rischi a livello di settore specifico, soprattutto dopo gli eventi di settembre, e l'accesso al credito si è ridotto drasticamente per taluni comparti e imprese. Questi timori per la qualità creditizia si sono tradotti anche in un irrigidimento delle politiche di fido delle banche e in una rarefazione del mercato della commercial paper negli Stati Uniti. In Giappone la contrazione del credito può essere in gran parte attribuita alla debole domanda. Al tempo stesso, il crescente stock delle sofferenze in periodo di deflazione e l'aumento dei fallimenti hanno diminuito la capacità e la volontà delle istituzioni finanziarie di erogare nuovi prestiti, specie alle piccole e medie imprese.

#### *Condizioni creditizie, effetti di ricchezza e spesa delle famiglie*

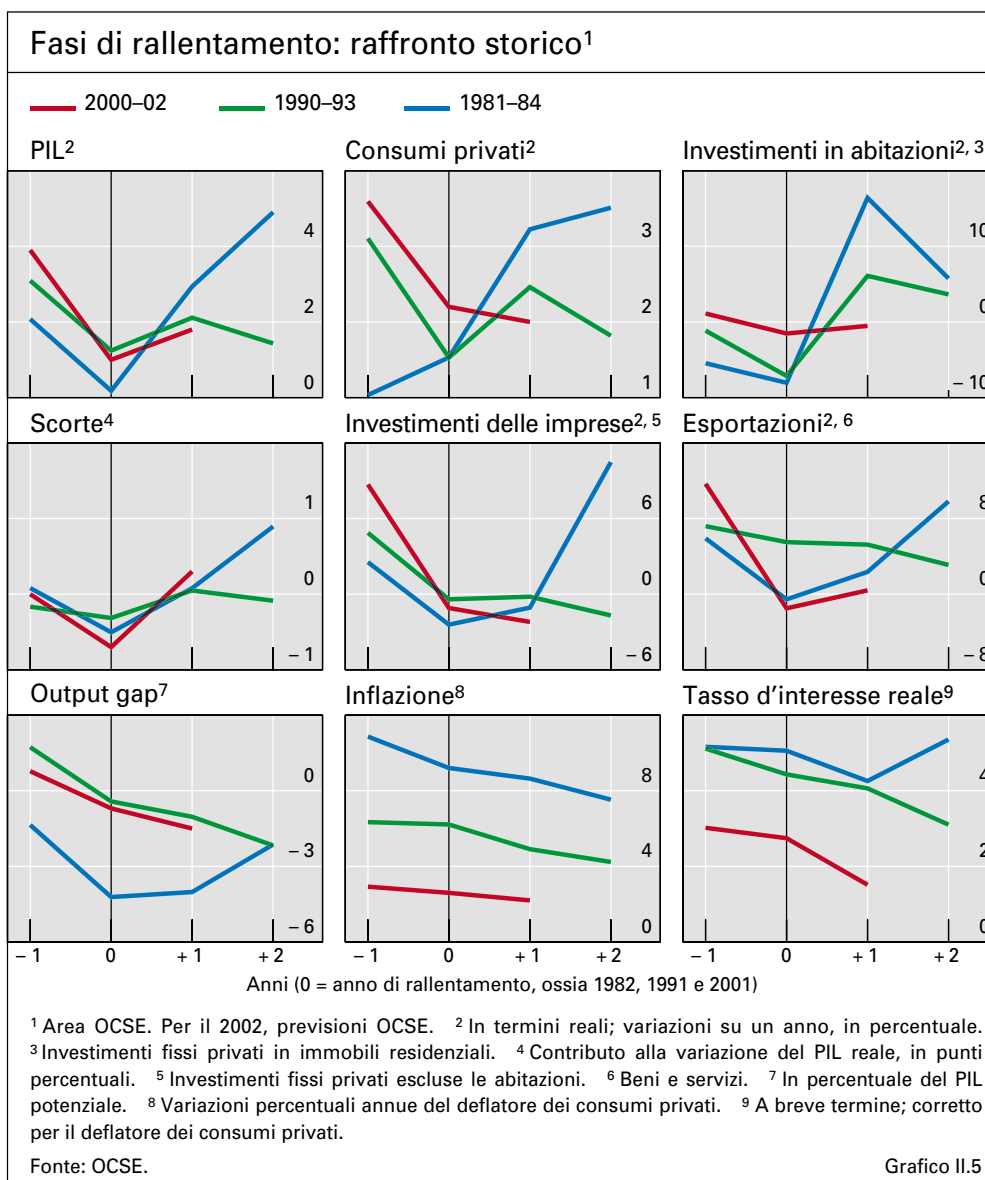
In netto contrasto con gli andamenti nel settore societario, la spesa delle famiglie ha mostrato una buona tenuta nella maggior parte dei paesi, malgrado gli alti livelli di indebitamento, il calo dei corsi azionari e i crescenti

Le imprese hanno dovuto ridurre i loro fabbisogni di finanziamento

Più difficile accesso al credito per le imprese salvo che per i mutuatari primari

timori circa le prospettive occupazionali. I consumi privati sono rimasti sostenuti nel Regno Unito, e sono persino aumentati in Australia. Negli Stati Uniti, l'aumento dei licenziamenti ha pesato sul reddito delle famiglie, ma le vendite al dettaglio hanno retto sorprendentemente bene. Nell'area dell'euro la spesa delle famiglie si è nel complesso indebolita, pur rimanendo robusta in diversi paesi, specie in Spagna e Francia. In Giappone i consumi privati sono leggermente cresciuti lo scorso anno.

Anche il settore delle costruzioni ha mostrato un andamento atipico. A differenza della Germania, dove l'attività ha continuato a calare dopo il boom seguito alla riunificazione, e del Giappone, che ha ridotto di recente gli stanziamenti per opere pubbliche, le costruzioni sono state sorrette dalla spesa statale, in particolare negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito. Inoltre, in molti paesi l'edilizia residenziale è stata incoraggiata dai crescenti prezzi delle abitazioni. Questa dinamica è inconsueta, in quanto nelle passate fasi recessive gli investimenti residenziali avevano avuto la tendenza a diminuire nettamente in risposta ai più alti tassi d'interesse (grafico II.5).





Fra le ragioni che spiegano la buona tenuta della spesa delle famiglie vi sono i più bassi tassi a lungo termine e il dinamismo dei mercati ipotecari. Negli Stati Uniti il tasso medio sui mutui delle famiglie è sceso di 2 punti percentuali nel 2001. Questi effetti sono stati amplificati dal credito a basso costo offerto dalle case automobilistiche USA, che ha contribuito a sostenere i consumi verso la fine dell'anno. Anche negli altri paesi anglofoni le famiglie hanno beneficiato di una forte espansione del finanziamento ipotecario. I perduranti effetti dei precedenti incrementi di prezzo delle attività possono aver rappresentato un ulteriore fattore di sostegno. Il rapporto tra ricchezza netta e reddito delle famiglie è cresciuto notevolmente nel corso degli anni novanta, di oltre 100 punti percentuali negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Italia. Tale miglioramento va in gran parte attribuito alla dinamica ascendente dei prezzi delle attività finanziarie. I conseguenti "effetti ricchezza" sembrano aver sorretto la spesa per consumi durante lo scorso decennio, determinando un calo pressoché generalizzato nei saggi di risparmio delle famiglie (particolarmente pronunciato nei principali paesi di lingua inglese). La sola e importante eccezione è il Giappone, dove la ricchezza netta delle famiglie è addirittura diminuita dal 1990, in quanto i prezzi sia delle azioni sia dei terreni sono scesi drasticamente da livelli fortemente inflazionati.

Buona tenuta della spesa delle famiglie

Sebbene i corsi azionari abbiano cominciato a flettere agli inizi del 2000, e il declino sia proseguito nel 2001, i consumi privati sono rimasti inaspettatamente sostenuti nell'area OCSE. Essi sono di fatto aumentati di oltre il 2% lo scorso anno, rispetto a una crescita del prodotto di appena l'1%. Ancor più sorprendente è il fatto che la spesa delle famiglie abbia retto bene persino nei paesi in cui si riteneva che gli effetti frenanti del calo delle quotazioni azionarie sarebbero stati maggiori, come ad esempio negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito. Una possibile spiegazione può essere la netta ascesa dei valori immobiliari dalla metà degli anni novanta, che non ha dato segni di cedimento nel 2001. In effetti, negli ultimi cinque anni i prezzi degli immobili residenziali sono cresciuti a un tasso annuo di circa il 10% in termini reali nel Regno Unito, in Irlanda, nei Paesi Bassi e in alcuni paesi nordici, e di quasi il 5% nella maggior parte degli altri paesi industriali (Capitolo VII). Le principali eccezioni sono state il Giappone e la Germania, dove i prezzi reali delle abitazioni sono diminuiti, nonché la Svizzera e il Canada, dove sono rimasti sostanzialmente stabili negli ultimi anni.

Calo delle quotazioni azionarie ...

... ma netto aumento dei valori immobiliari

Una questione aperta è in che misura la spesa per consumi possa essere sorretta da un aumento nel valore nominale della ricchezza immobiliare, dato che lo stock fisico di abitazioni varia solo lentamente. Da un lato gli effetti di ricchezza sono positivi, dall'altro gli affitti tendono ad aumentare parallelamente ai prezzi degli alloggi. Mentre i proprietari potrebbero risparmiare di meno allorché aumentano i prezzi, i locatari devono risparmiare di più se desiderano acquistare una casa. Per giunta, le attività materiali sono generalmente meno liquide di quelle finanziarie, e le plusvalenze più incerte (data la maggiore dispersione delle informazioni sui prezzi degli immobili) e più difficili da realizzare. Quale che sia l'impatto sui consumi del rincaro delle abitazioni, esso dovrebbe variare a seconda dell'incidenza della ricchezza immobiliare delle famiglie.

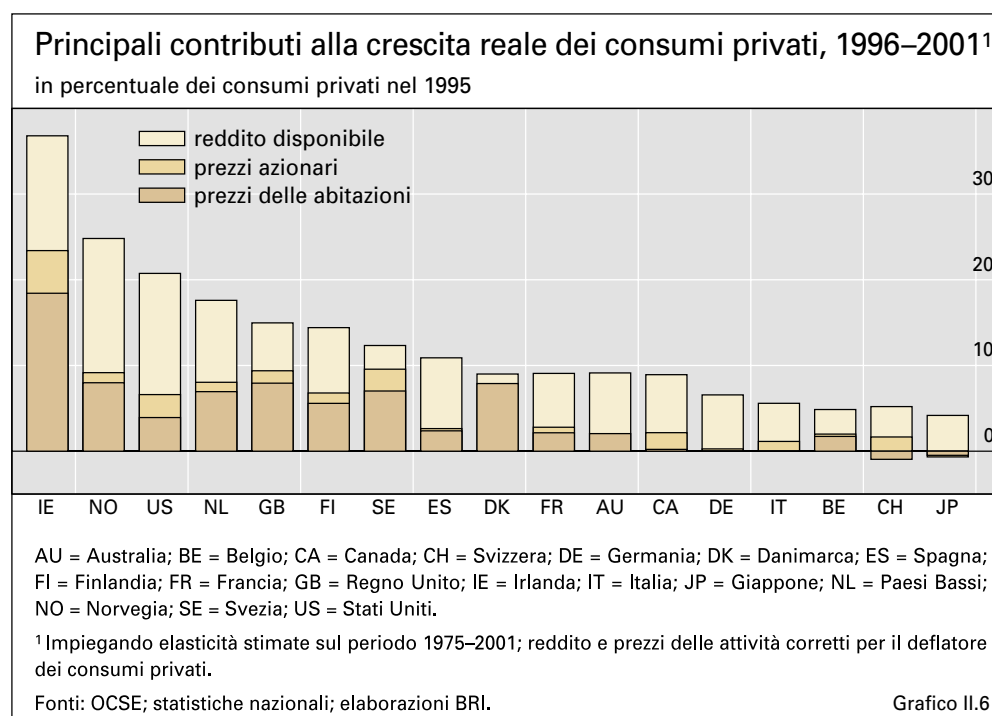
I più alti prezzi delle abitazioni influiscono sui consumi?

Gli effetti di bilancio potrebbero essere importanti ...

Nondimeno, gli effetti di bilancio potrebbero ancora costituire un importante canale di trasmissione degli impulsi dai prezzi delle abitazioni ai consumi. Un'ascesa dei prezzi immobiliari innalza il valore delle attività reali rispetto alle passività dei proprietari di case. Nel 2001 le vendite annue di case sono state particolarmente ingenti negli Stati Uniti, consentendo a molte famiglie di realizzare plusvalenze. Tuttavia, nelle odierne economie la compravendita non è l'unico modo per sfruttare l'incremento di valore degli immobili. Poiché le famiglie possono ora mutuare fondi a fronte di plusvalenze non realizzate – ossia senza vendere la casa –, le attività materiali sono diventate molto più liquide. È quindi possibile modulare meglio la distribuzione intertemporale dei consumi. La più efficiente offerta di credito ipotecario negli ultimi decenni potrebbe senz'altro aver rafforzato questo canale.

... come mostra l'evidenza empirica

A livello empirico, vi sono chiare indicazioni che un incremento della ricchezza, sia finanziaria sia non finanziaria, produce un effetto positivo rilevante sulla spesa per consumi. L'impennata dei prezzi delle abitazioni pare effettivamente aver dato un forte impulso ai consumi privati nei principali paesi anglofoni, nei Paesi Bassi e nelle economie nordiche (grafico II.6). Paradossalmente, ciò sembra valere più per i paesi in cui la ricchezza immobiliare delle famiglie è meno importante di quella finanziaria. Una possibile spiegazione è che la "finanziarizzazione" dei bilanci delle famiglie stesse (vale a dire, la capacità di smobilizzare ricchezza immobiliare) si sia sviluppata più nei paesi con sistemi finanziari basati sul mercato che non in quelli in cui viene fatto primario ricorso alle banche. Nel 2001 gli Stati Uniti hanno fornito forse l'esempio più lampante: una rapida ascesa dei prezzi delle abitazioni, abbinata all'aumento dei rifinanziamenti ipotecari, ha ammortizzato in misura notevole gli effetti negativi prodotti dalla discesa dei corsi azionari, dal deterioramento del mercato del lavoro e dall'impatto traumatico degli attentati terroristici dell'11 settembre sul clima di fiducia.



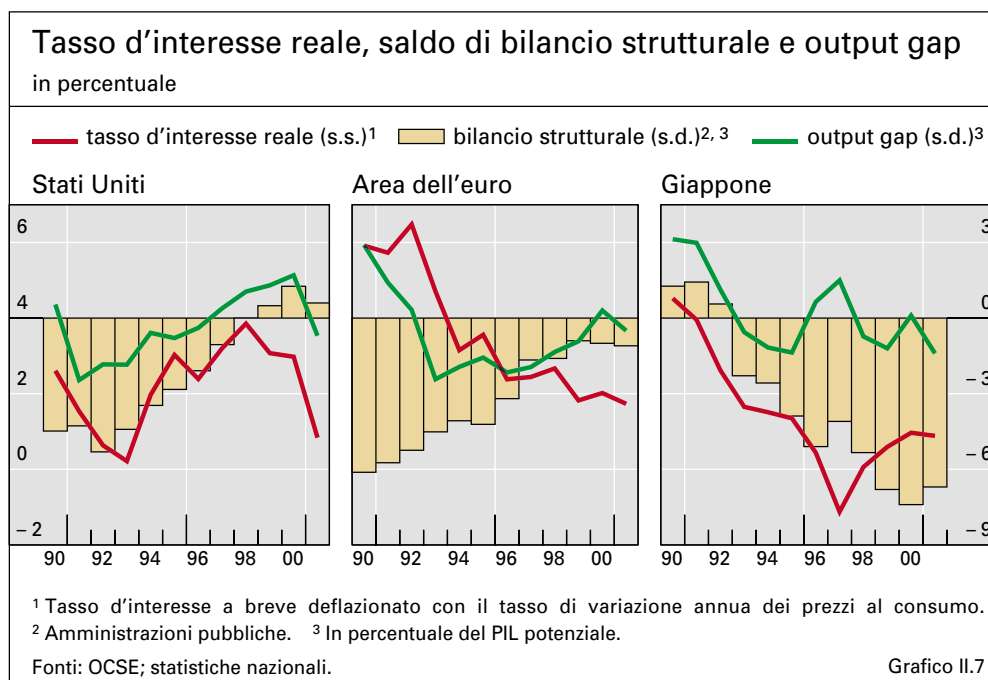
## Segnali di miglioramento delle prospettive economiche nel 2002

A partire dalla fine del 2001 il quadro economico globale è migliorato, e una ripresa del commercio mondiale sembra essere in atto. Nell'ultimo trimestre dello scorso anno il prodotto statunitense ha segnato un recupero e ha guadagnato notevole vigore nel trimestre successivo, anche se alcuni indicatori segnalano un certo rallentamento in seguito. Nell'area dell'euro la fiducia delle imprese è migliorata (a indicazione che la ripresa sta decollando), ma i consumi privati hanno ristagnato nei primi mesi del 2002, ostacolati da un aumento significativo dei prezzi e da un'occupazione debole. Le prospettive a breve termine per il Giappone sono rimaste mediocri, sebbene le inchieste condotte presso le imprese e gli ultimi dati sulle esportazioni e sulla produzione industriale indichino che la fase recessiva potrebbe essere giunta a una svolta. Tuttavia, in presenza di salari nominali tuttora in calo, le prospettive per i consumi privati restano poco incoraggianti.

### Fattori a sostegno dell'attuale ripresa

L'allentamento monetario e un orientamento più espansivo delle politiche fiscali hanno entrambi concorso a sorreggere la domanda aggregata (grafico II.7). All'intensificarsi del rallentamento nel corso del 2001, i tassi d'interesse a breve termine sono stati considerevolmente abbassati, in particolar modo negli Stati Uniti, dove la Riserva federale ha ridotto in rapida successione i tassi ufficiali a livelli non più osservati dagli anni sessanta. Inoltre, l'orientamento fiscale a livello mondiale si è fatto più espansivo, specie nel Regno Unito, dove la spesa pubblica è stata particolarmente sostenuta. Negli Stati Uniti ingenti sgravi fiscali sono stati introdotti la scorsa estate e la spesa pubblica è andata fortemente crescendo, soprattutto a seguito degli attacchi terroristici. Misure addizionali, anche se di portata minore di quanto previsto in precedenza, sono state adottate agli inizi di quest'anno. L'allentamento della

Politiche di sostegno



politica di bilancio statunitense nel 2002 ammonterà verosimilmente a quasi l'1½% del PIL. Si prevede che anche in Canada, Norvegia e Svezia la politica fiscale fornirà un significativo sostegno alla domanda.

Fattori una tantum hanno sostenuto la ripresa

Oltre a impulsi fiscali temporanei, altri fattori una tantum hanno concorso alla ripresa. Anzitutto, i più bassi corsi petroliferi registrati sino alla fine del 2001 hanno ridotto l'inflazione, contribuendo così a preservare il livello del reddito reale disponibile. Inoltre, il ciclo delle scorte ha fortemente favorito la produzione mondiale all'inizio del 2002, specie nei settori automobilistico e informatico. Nel frattempo, recenti indicatori suggeriscono che la ripresa trainata dagli USA si starebbe espandendo ad altri settori e regioni. Nei primi mesi di quest'anno l'edilizia residenziale si è notevolmente rafforzata negli Stati Uniti, così come negli altri principali paesi anglofoni. Inoltre, poiché si stima che i prodotti ad alta tecnologia abbiano una vita economica relativamente breve, le apparecchiature esistenti potrebbero presto divenire obsolete, rendendo necessario il loro rinnovo. Negli Stati Uniti gli investimenti in impianti e software informatici sono aumentati nel primo trimestre 2002.

#### *Fattori che potrebbero frenare la ripresa*

Tra i potenziali vincoli figurano le condizioni sui mercati finanziari ...

D'altra parte, le condizioni sui mercati finanziari potrebbero moderare la ripresa. I rendimenti dei titoli di Stato non hanno rispecchiato l'allentamento monetario dello scorso anno e a partire da ottobre sono stati alquanto reattivi al mutare delle aspettative degli investitori circa la ripresa. I tassi sono saliti verso la fine del 2001, in un contesto di maggiore ottimismo riguardo alle prospettive macroeconomiche generali, di accresciuti timori in merito alla situazione delle finanze pubbliche in alcuni paesi e di attese di un imminente inasprimento monetario (Capitolo IV). Tuttavia, nei mesi di aprile e maggio di quest'anno, allorché gli investitori hanno cominciato a dubitare del vigore della ripresa, i tassi obbligazionari sono diminuiti nuovamente e gli spreads societari si sono leggermente ristretti. Benché ciò possa di per sé favorire la ripresa, la capacità delle imprese di ottenere finanziamenti resta ridotta, data la maggiore cautela degli investitori dopo una serie di importanti fallimenti in vari paesi.

... e i bilanci societari

Dal lato delle imprese, un'importante questione riguarda la rapidità con cui potranno essere ripristinati i profitti. Il rapporto fra profitti e PIL si è mantenuto su livelli relativamente buoni nell'area dell'euro. In Giappone l'ultima indagine *Tankan* mostra che le imprese si attendono per il 2002 un recupero piuttosto veloce degli utili. Negli Stati Uniti il netto calo dei costi unitari del lavoro ha contribuito a una vigorosa ripresa dei profitti negli ultimi trimestri, facendo sperare in una prossima inversione della drastica riduzione subita dalle quote di profitto nel 2001. Tuttavia, un eventuale ritorno a livelli più usuali dei tassi d'interesse farebbe aumentare i costi per il servizio del debito ed eserciterebbe ulteriori pressioni sui margini di profitto, costringendo probabilmente le imprese a proseguire nel riequilibrio dei propri bilanci prima di incrementare gli investimenti. Anche l'eccesso di capacità potrebbe compromettere l'attività di investimento per un protratto periodo di tempo. In effetti, l'attuale debolezza dei prezzi dei semiconduttori evidenzia il persistere di elevati livelli di capacità eccedente nel settore informatico. Per giunta, il tasso

medio di utilizzo degli impianti nell'intero settore manifatturiero nei paesi dell'OCSE rimane decisamente al di sotto del suo livello degli anni novanta. Un'eccezione di rilievo è rappresentata dall'area dell'euro, dove – fatto salvo il settore delle telecomunicazioni – l'eccesso di capacità appare più contenuto.

*L'andamento della ripresa potrebbe divergere da un paese all'altro*

Il vigore con cui la ripresa si è manifestata all'inizio del 2002 è stato assai diverso nei vari paesi, forse in ragione dell'assenza di gran parte delle forze che erano state all'origine dell'elevato grado di sincronizzazione nella fase recessiva.

In primo luogo, l'indirizzo delle politiche è variato notevolmente. Un aspetto evidente è il grado di allentamento monetario: date le differenze in termini di inflazione e di dinamica del prodotto (Capitolo IV), in Europa i tassi d'interesse a breve sono calati in misura minore che negli Stati Uniti, mentre in Giappone sono rimasti pressoché invariati, in quanto già prossimi allo zero. Anche in materia di politica fiscale sussistono rilevanti disparità: mentre nella maggior parte dei paesi anglofoni questa ha assunto una connotazione chiaramente espansiva, la domanda del settore pubblico nell'area dell'euro è stata maggiormente condizionata dai livelli esistenti di deficit e di debito. Sebbene lo scorso anno sia stato consentito agli stabilizzatori automatici di operare, attenuando l'impatto del rallentamento, nel 2002 l'indirizzo impartito alle politiche fiscali potrebbe diventare leggermente più restrittivo. In Giappone è stato imposto un limite stringente al finanziamento sui mercati obbligazionari e la legge di bilancio adottata per l'esercizio finanziario 2002 prevede una contrazione significativa della spesa, in particolare per quanto riguarda le opere pubbliche.

Velocità diverse della ripresa

Un secondo e forse più importante aspetto è che il tasso di crescita potenziale sembra differire ampiamente tra i maggiori paesi industriali. Data la dimensione relativa degli attuali output gap, ciò potrebbe determinare un recupero ciclico più pronunciato negli Stati Uniti. La produttività del lavoro nel settore delle imprese non agricole USA è rimasta forte durante la fase recessiva, registrando un aumento annuo del 2% fra il 1996 e il 2001 (grafico II.4). Unitamente a un ritmo di crescita potenziale dell'occupazione più rapido che negli altri paesi industriali, ciò comporta un tasso relativamente alto di crescita potenziale del prodotto, che consentirebbe un aumento concomitante degli utili societari e dei salari reali. La performance negli altri principali paesi industriali è stata più debole. In Giappone il tasso medio di crescita del prodotto registrato negli ultimi dieci anni è molto basso e la produttività del lavoro è cresciuta soltanto di  $\frac{3}{4}$  di punto percentuale all'anno nell'ultimo quinquennio. Nello stesso periodo essa è aumentata in media dell'1 $\frac{1}{4}$ % all'anno nell'Unione europea, dove la crescita potenziale resta peraltro vincolata da una dinamica stagnante delle forze di lavoro e da rigidità strutturali nei mercati dei prodotti e del lavoro. Nondimeno, la disoccupazione strutturale è stata ridotta in alcuni paesi grazie a incentivi per l'assunzione di lavoratori giovani o non qualificati. La Francia, ad esempio, ha abbassato i contributi previdenziali per la manodopera poco specializzata, mentre altri paesi europei hanno incoraggiato le assunzioni di questi lavoratori accrescendo la flessibilità

Differenti forze economiche sottostanti

dei mercati del lavoro. È possibile che tali misure abbiano temporaneamente un effetto negativo sulla produttività del lavoro, ma nel più lungo periodo esse dovrebbero innalzare la crescita potenziale.

## Prospettive a medio termine

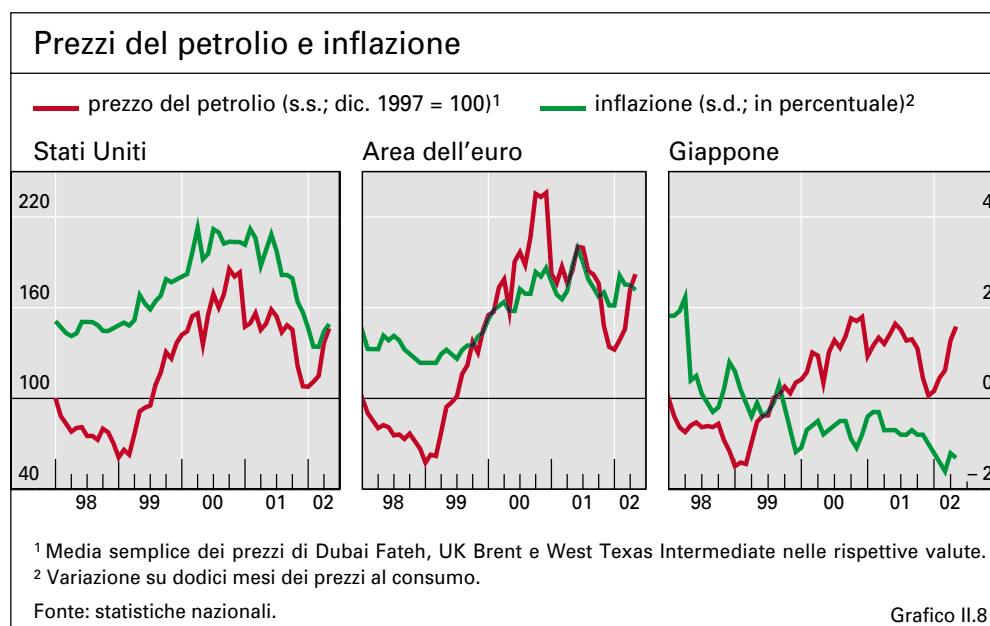
Su un orizzonte temporale che va al di là dei prossimi trimestri, presumibilmente la forza dell'attuale ripresa globale dipenderà in gran parte dalle prospettive inflazionistiche, nonché dai saldi finanziari interni ed esterni.

### Prospettive inflazionistiche

Con l'intensificarsi della fase recessiva a livello mondiale nel corso del 2001, le pressioni sui prezzi si sono attenuate nella maggior parte dei paesi. Tuttavia, la decelerazione dell'inflazione generale è stata principalmente dovuta a un calo dei corsi delle materie prime (grafico II.8). L'inflazione di base – cioè al netto dei prezzi degli alimentari e dell'energia – è rimasta comparativamente stabile, ed è anzi salita al di sopra del 2% nell'area dell'euro.

Negli Stati Uniti l'inflazione generale è notevolmente diminuita, da quasi il 4% all'inizio del 2001 all'1% soltanto un anno dopo. La flessione dei prezzi al consumo in Giappone è proseguita, a un ritmo leggermente più sostenuto nella seconda metà del 2001. Nel Regno Unito l'indice generale di aumento dei prezzi è sceso rapidamente, soprattutto a causa della diminuzione dei tassi ipotecari; se si esclude questa componente, l'inflazione è infatti calata in modo meno marcato, situandosi a un livello di poco inferiore all'obiettivo della Banca d'Inghilterra. In Svizzera l'apprezzamento del franco ha spinto l'inflazione vicino allo zero alla fine dello scorso anno. Per contro, nella prima metà del 2001 i prezzi al consumo nell'area dell'euro hanno subito un'impennata dovuta ad aumenti delle imposte indirette (in Germania e nei Paesi Bassi), a incrementi transitori dei prezzi dei prodotti alimentari e all'impatto ritardato dei più elevati corsi petroliferi e della diminuzione del tasso di cambio. L'inflazione è

Si prevede che l'inflazione globale resti moderata ...



però scesa nella seconda metà dell'anno, rimanendo comunque leggermente al disopra dell'obiettivo dichiarato dell'Eurosistema.

Si prevede che nel 2002 l'inflazione globale si mantenga su livelli modesti, soprattutto per effetto delle attuali condizioni distese sui mercati del lavoro. Ovunque, il potere di fissazione dei prezzi delle imprese rimane ostacolato da livelli ancora elevati di capacità in eccesso e dalla sempre più intensa concorrenza sui mercati internazionali. Tuttavia, permangono alcuni rischi di inflazione. Nei paesi europei con mercati del lavoro rigidi i lavoratori dipendenti potrebbero reagire alle migliorate prospettive di crescita cercando di ottenere incrementi salariali. L'impatto potenziale sarebbe maggiore nel caso in cui i sindacati tentassero anche di recuperare le passate perdite in termini di retribuzioni reali. Inoltre, i prezzi dell'energia sono recentemente aumentati e potrebbero salire ancora in un clima di instabilità politica. I principali produttori di petrolio si sono impegnati ad aggiustare l'offerta al fine di mantenere prezzi stabili, ma non è certo che ciò basti a impedire un pronunciato movimento al rialzo dei corsi. Altre potenziali pressioni inflazionistiche potrebbero interessare i paesi in cui esiste il pericolo di un brusco deprezzamento del cambio o vi è stato un forte rincaro delle abitazioni.

Fortunatamente, il rischio che tali pressioni inflazionistiche possano pregiudicare la stabilità dei prezzi nel medio termine sembra essere stato mitigato dai recenti cambiamenti nella dinamica dei prezzi. Vi sono infatti indicazioni secondo cui, in seguito alla spettacolare diminuzione che ha interessato sia il livello dell'inflazione che la sua volatilità negli anni novanta (tabella II.4), le aspettative inflazionistiche sarebbero meglio ancorate. Più specificatamente, nel nuovo contesto di inflazione bassa e stabile gli operatori economici sembrano diventati più lungimiranti e paiono impostare le proprie aspettative più sulla politica monetaria che sui passati tassi di incremento

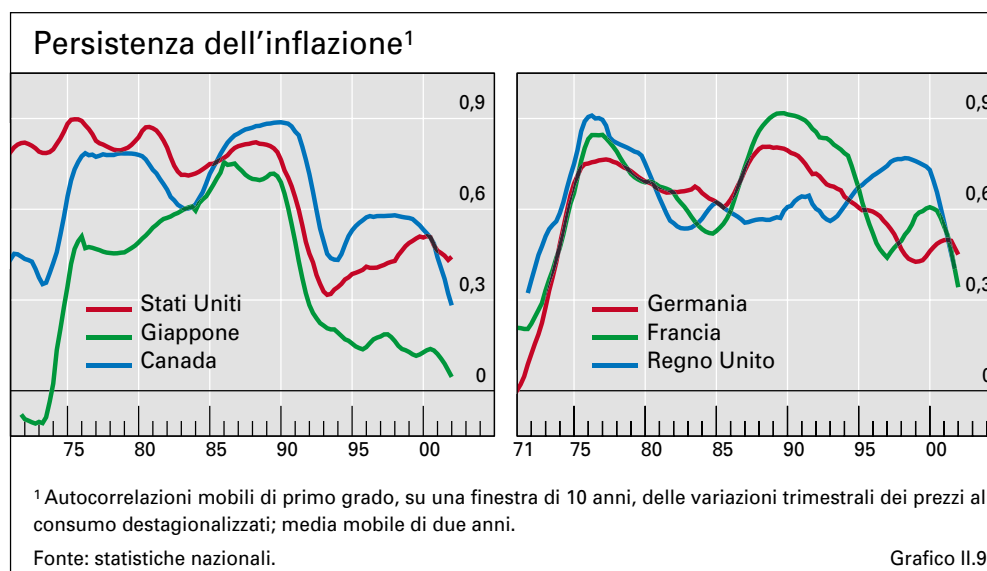
... a causa di fattori di lungo periodo, nonostante i rischi a breve termine

Migliore ancoraggio delle aspettative inflazionistiche

Principali aspetti dell'inflazione nelle economie industriali avanzate <sup>1</sup>					
	Periodo	Media	Dispersione <sup>2</sup>	Variazionalità <sup>3</sup>	Persistenza <sup>4</sup>
Stati Uniti	1970-1989	6,3	3,2	0,5	0,8
	1990-2001	3,0	1,0	0,4	0,6
Paesi europei <sup>5</sup>	1970-1989	8,3	4,1	0,5	0,8
	1990-2001	3,1	1,6	0,5	0,6
Giappone	1970-1989	5,8	5,4	0,9	0,7
	1990-2001	0,9	1,4	1,6	0,3
Canada	1970-1989	6,9	3,1	0,4	0,8
	1990-2001	2,3	1,6	0,7	0,4
Australia	1970-1989	9,1	3,4	0,4	0,5
	1990-2001	2,8	2,2	0,8	0,2
Economie industriali avanzate <sup>5</sup>	1970-1989	7,1	3,9	0,6	0,8
	1990-2001	2,7	1,4	0,6	0,5

<sup>1</sup> Elaborazioni basate sulle variazioni percentuali annue di indici trimestrali dei prezzi al consumo destagionalizzati (per la persistenza a breve termine, variazioni su un trimestre). <sup>2</sup> Misurata dallo scarto quadratico. <sup>3</sup> Rapporto tra scarto quadratico e media aritmetica. <sup>4</sup> Coefficiente di autocorrelazione di primo grado delle variazioni trimestrali; i valori più bassi per gli anni novanta indicano che la persistenza a breve termine è diminuita. <sup>5</sup> Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 1995.

Fonte: statistiche nazionali. Tabella II.4



dei prezzi (Capitolo IV). In particolare, la persistenza nel breve periodo delle variazioni dell'inflazione è notevolmente diminuita nell'ultimo decennio (grafico II.9). Questo mutamento, che è stato evidente soprattutto in molti paesi con obiettivi espliciti di inflazione, implica che l'andamento della passata inflazione ha perso di importanza come determinante di quella attuale.

#### *Squilibri interni*

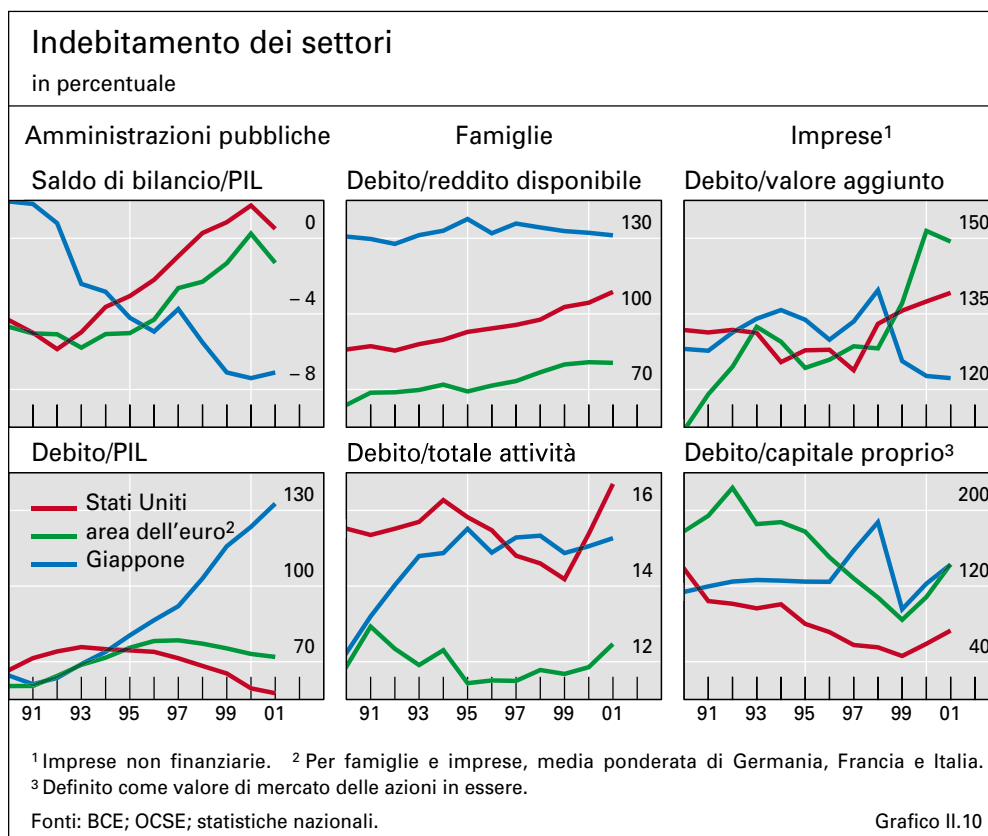
Il livello di indebitamento è un secondo fattore che potrebbe condizionare la sostenibilità della ripresa a medio termine. Negli anni novanta il debito del settore privato è nettamente aumentato e lo scorso anno i bilanci delle imprese e delle famiglie non sono migliorati tanto quanto nelle precedenti fasi recessive. Questo aspetto ha richiamato l'attenzione di molti osservatori. La questione che si pone è se gli elevati livelli di debito richiederanno un riequilibrio più di fondo dei bilanci, comportando quindi a un certo punto un drastico taglio alla spesa. La risposta non è facile, non foss'altro perché dai vari indicatori si possono trarre conclusioni differenti (grafico II.10).

Esaminando in primo luogo il risparmio netto (ovvero la differenza tra risparmio e investimenti), si può notare che quello delle famiglie nella maggior parte dei paesi ha subito negli anni novanta una considerevole flessione (grafico II.11). L'eccedenza si è fortemente ridotta in Giappone e si è trasformata in deficit negli Stati Uniti. In quest'ultimo paese vi ha contribuito il fatto che il calo dei tassi d'interesse nominali e i forti guadagni di ricchezza hanno indotto le famiglie a finanziare l'accresciuta spesa attraverso un maggiore indebitamento. A tale riguardo, gli sviluppi sui mercati ipotecari sono stati particolarmente importanti, in quanto non solo hanno allentato i vincoli di liquidità, ma hanno altresì permesso alle famiglie di contenere l'aumento dei costi per il servizio del debito. Nel 2001, ad esempio, il settore ha di fatto migliorato il proprio saldo finanziario e diminuito gli esborsi per interessi, sostituendo con prestiti ipotecari altre forme di debito.

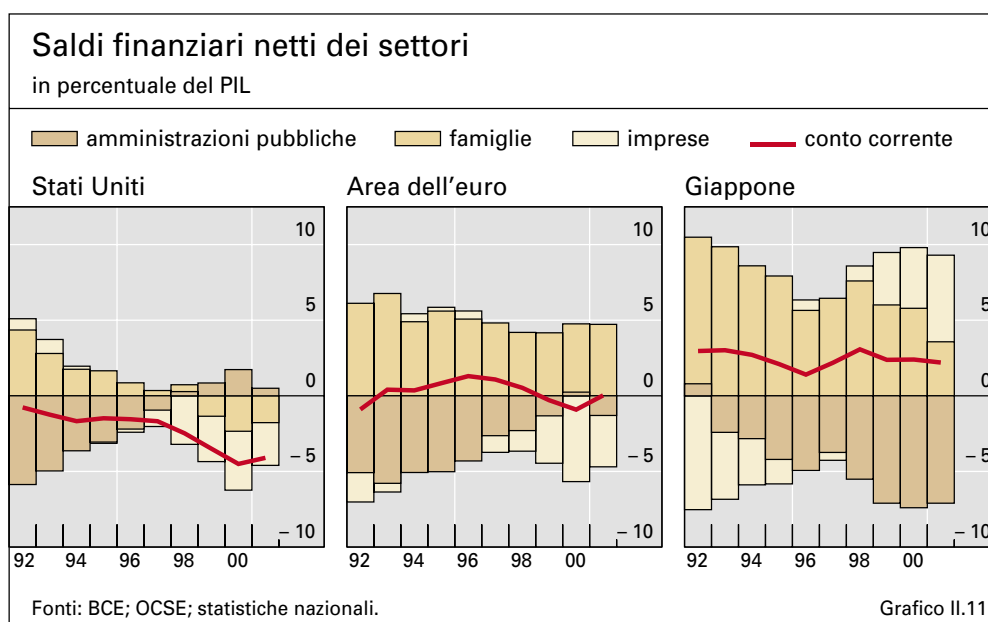
In Giappone, le imprese non finanziarie hanno ridotto la spesa per investimenti e usato una crescente eccedenza di risparmio per estinguere in

Notevole flessione del risparmio netto delle famiglie





misura sostanziale le ampie passività accumulate in passato. Per contro, nell'area dell'euro si è osservato un aumento del risparmio negativo delle imprese, dovuto in parte tuttavia a incentivi fiscali a favore di una riduzione degli utili non reinvestiti. Il disavanzo finanziario delle imprese statunitensi, che si era dilatato durante gli anni novanta, si è invece ridotto lo scorso anno, in quanto le società hanno ridimensionato la spesa per investimenti e le scorte. Di conseguenza, il rapporto tra interessi passivi e cash flow è oggi assai più basso che alla vigilia della recessione degli anni 1990-91.



I livelli del debito privato sono elevati ...

Per quanto riguarda le misure del debito, a partire dalla metà degli anni novanta gli indici di indebitamento lordo delle famiglie e delle imprese sono generalmente saliti nelle economie industriali avanzate. In entrambi i casi essi sono oggi superiori a quelli solitamente osservati all'inizio di una fase espansiva. Nei paesi del G7 le passività in essere rappresentano più del 100% del reddito disponibile delle famiglie, il che equivale a un aumento di oltre dieci punti percentuali rispetto al precedente rallentamento economico. Negli stessi paesi il rapporto fra il debito delle imprese non finanziarie e il PIL ha raggiunto quasi il 90% nel 2001, contro circa l'80% di dieci anni fa. Particolarmente inquietanti sono i livelli di indebitamento dei settori dell'alta tecnologia e delle telecomunicazioni, dove le imprese si trovano a dover migliorare la propria situazione di bilancio in un contesto di capacità eccedente e prezzi in ribasso.

... benché modesti in relazione ai prezzi attuali delle attività

Eppure il livello di debito appare relativamente modesto se si tiene conto del valore delle attività detenute. L'ascesa dei prezzi delle attività durante tutti gli anni novanta ha infatti accresciuto nella maggior parte dei paesi del G7 la ricchezza netta delle famiglie. Il debito equivale ora soltanto al 15% della ricchezza lorda del settore, un livello che si avvicina a quello registrato all'inizio degli anni novanta. Anche il rapporto debito/capitale proprio delle imprese è diminuito nell'ultimo decennio. Tuttavia, tale indice è aumentato in Giappone nel 2001, poiché la caduta dei prezzi azionari ha più che controbilanciato i massicci rimborsi di passività.

Il fatto che non vi sia alcuna chiara indicazione che gli attuali livelli di indebitamento siano "insostenibili" non significa che gli assetti finanziari non possano mettere a repentaglio le prospettive di crescita futura. In primo luogo, buona parte del miglioramento dei cash flow aziendali osservato nel 2001 origina da aggiustamenti delle scorte e riduzioni degli investimenti. I flussi finanziari potrebbero tuttavia nuovamente peggiorare una volta terminata la correzione delle giacenze o nel caso in cui la ripresa degli investimenti preceda quella dei profitti. In secondo luogo, si è assistito in molti settori a un esteso deterioramento della qualità creditizia. I mutuatari pesantemente indebitati del settore europeo delle telecomunicazioni, costretti a raccogliere nuovi fondi per allestire le necessarie infrastrutture, devono sostenere premi di rischio più elevati. In terzo luogo, i livelli attuali dei prezzi di alcune attività – che fanno apparire il debito privato relativamente modesto – potrebbero rivelarsi eccessivi.

Alcuni osservatori temono che i prezzi degli immobili residenziali possano regredire, mentre altri sostengono che il loro recente rialzo non è incoerente con le grandezze fondamentali. Fatto più importante, gli indici prezzo/utili azionari sono rimasti relativamente elevati durante la fase recessiva (Capitolo VI). Qualora le aspettative sugli utili implicite nei corsi azionari fossero disattese, potrebbero innescarsi alcuni aggiustamenti al ribasso; a questo proposito, particolarmente rilevanti sono le prospettive di lungo termine per la produttività, che sembrano essere migliorate principalmente negli Stati Uniti. Per giunta, mercati dei prodotti sempre più competitivi continuano a comprimere i margini di profitto e gran parte dei guadagni di produttività potrebbero inoltre essere assorbiti dal costo del lavoro. Di conseguenza, anche in

presenza di una continua crescita elevata della produttività e di una vigorosa ripresa, potrebbe essere difficile per le imprese statunitensi riportare la loro quota di reddito nazionale ai precedenti massimi del biennio 1996–97.

I recenti sviluppi nel settore pubblico danno anch'essi adito a preoccupazioni. Nonostante i miglioramenti registrati negli Stati Uniti e in Europa, i rapporti fra debito pubblico e PIL sono rimasti elevati, a indicazione che i governi non hanno ancora fatto abbastanza per ripristinare i propri margini di manovra dopo gli eccessi degli anni settanta e ottanta. Ciò è particolarmente grave in quanto nel medio periodo l'invecchiamento della popolazione farà aumentare fortemente l'incidenza del debito. Per di più, durante la recente fase recessiva è stato permesso un allentamento delle politiche fiscali, e ciò implica che una loro inversione si renderà necessaria in futuro. Negli Stati Uniti le eccedenze di bilancio sono rapidamente scomparse in seguito al rallentamento economico e all'introduzione di ingenti sgravi fiscali. Anche le prospettive di bilancio a lungo termine si sono deteriorate e potrebbero ulteriormente peggiorare alla luce degli avvenimenti dell'11 settembre. È infatti attualmente previsto un nuovo incremento della spesa militare, il cui calo era stato uno dei principali fattori all'origine del rafforzamento della posizione fiscale statunitense negli ultimi dieci anni.

Nell'area dell'euro il bilancio aggregato delle amministrazioni pubbliche è stato in disavanzo nel 2001, pur con un livello di prodotto prossimo al potenziale. In alcuni dei paesi il rapporto deficit/PIL si è avvicinato al tetto del 3%, col rischio di intaccare la fiducia nel Patto di stabilità e crescita. Lo stato delle finanze pubbliche giapponesi è fonte di preoccupazioni particolarmente gravi. In ragione del livello già elevato e ancora in crescita del debito pubblico, le agenzie di rating hanno di recente declassato il merito creditizio del debito sovrano a lungo termine. Inoltre, un ulteriore significativo aumento dei crediti in sofferenza potrebbe indebolire la credibilità delle istituzioni finanziarie e rendere necessaria un'iniezione di fondi pubblici nel settore bancario.

### *Persistenza degli squilibri esterni*

Un ultimo aspetto dalle potenziali conseguenze per i mercati finanziari e per la crescita futura della domanda è la persistenza di ampi squilibri esterni. Il loro ammontare esatto è reso incerto dalla dimensione della discrepanza della bilancia corrente mondiale e dal suo recente ampliamento (tabella II.5). Nondimeno, gli squilibri globali sono rimasti ampi, e vi è persino motivo di credere che essi pongano problemi maggiori che in passato.

L'attenzione si è focalizzata sugli Stati Uniti, che negli ultimi anni hanno svolto il ruolo di locomotiva dell'economia mondiale e il cui deficit di parte corrente ammonta ora a più di \$400 miliardi. Ciò equivale a circa il 4% del PIL del paese e si avvicina all'8% del risparmio totale del resto del mondo. Per di più, la posizione patrimoniale netta sull'estero statunitense è costantemente peggiorata negli ultimi anni, fino a registrare nel 2000 passività nette pari al 22% del PIL (a prezzi di mercato). Questo livello è circa lo stesso del Canada, paese tradizionalmente importatore di capitali, ma si situa ben al di sopra di quello del Regno Unito (8%). Esso si pone inoltre in netto contrasto con la posizione creditoria netta del Giappone (24%) o dei principali paesi dell'area

Problemi inerenti al settore pubblico

Il deficit di parte corrente USA ammonta a circa il 4% del PIL

Saldo delle bilance correnti nelle principali aree						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002 <sup>1</sup>
	in miliardi di dollari USA					
Stati Uniti	-140	-217	-324	-445	-417	-435
Unione europea	107	62	5	-28	29	30
Giappone	97	119	115	119	89	110
Altre economie industriali avanzate	9	-5	8	54	55	47
Economie emergenti dell'Asia	20	115	107	92	99	78
Resto del mondo	-95	-164	-63	45	2	-43
Mondo <sup>2</sup>	-2	-90	-152	-163	-143	-213

<sup>1</sup> Previsioni FMI. <sup>2</sup> Rispecchia errori, omissioni e asimmetrie nelle statistiche di bilancia dei pagamenti.  
Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Tabella II.5

dell'euro (4% in media). Naturalmente, ciò porta a chiedersi se gli investitori mondiali siano disposti a espandere il proprio portafoglio di attività USA di pari passo con l'ampliamento del disavanzo corrente americano. Ciò potrebbe avere delle implicazioni per il tasso di cambio del dollaro (Capitolo V). Tale questione non ha una chiara risposta, dato che gli sviluppi recenti e le valutazioni di più lungo termine forniscono indicazioni contraddittorie.

Un primo aspetto positivo è che, lo scorso anno, il deficit corrente statunitense è diminuito. Rispetto alla recessione dei primi anni novanta, questa diminuzione può apparire esigua. Tuttavia, il raffronto è in parte fuorviante. La variazione registrata tra il 1990 e il 1991 (1½% del PIL) è per lo più attribuibile a trasferimenti speciali connessi alla guerra del Golfo. Inoltre, contrariamente agli inizi degli anni novanta, l'ultimo rallentamento è stato di portata globale. Ciò significa che esportazioni e importazioni sono decelerate a un ritmo sostanzialmente analogo e che il deficit commerciale statunitense è rimasto relativamente ampio.

In secondo luogo, le prospettive dipendono in modo cruciale dalla crescita relativa della produttività. Negli Stati Uniti la produttività tendenziale è aumentata sensibilmente negli ultimi anni, e si prevede che sia la crescita potenziale che il tasso di rendimento del capitale resteranno ben al di sopra di quelli degli altri paesi. Anche se la crescita del prodotto USA potrebbe non essere abbastanza rapida da impedire un ulteriore innalzamento del rapporto debito estero/PIL, il favorevole andamento della produttività, se confermato nel più lungo periodo, fa ritenere che gli Stati Uniti possano conservare la propria attrattiva agli occhi degli investitori esteri. Gli afflussi di capitali a lungo termine potrebbero perciò continuare a finanziare un crescente deficit corrente senza creare indebite pressioni sui tassi di cambio e d'interesse.

In terzo luogo, anche i recenti movimenti di capitale possono essere interpretati come relativamente incoraggianti. Sebbene la recessione abbia avuto inizio negli Stati Uniti e malgrado le turbolenze seguite agli eventi dell'11 settembre, gli afflussi di capitali a lungo termine negli USA hanno continuato a sopravanzare il deficit di parte corrente. Tuttavia, gli afflussi netti di investimenti diretti esteri e di portafoglio azionari sono diminuiti fortemente,

mentre sono aumentati gli acquisti esteri di obbligazioni, segnatamente di quelle emesse da agenzie federali e società private (tabella II.6). Sebbene ciò abbia allentato le pressioni sulla tesoreria delle imprese statunitensi e abbia significativamente contribuito alla buona tenuta del settore dell'edilizia residenziale, il maggiore ricorso al finanziamento obbligazionario a scapito di quello azionario accresce l'onere futuro per il servizio del debito.

Tra gli aspetti più preoccupanti, un primo punto critico è che il risparmio USA non è aumentato durante il boom degli investimenti alla fine degli anni novanta. Infatti, fra il 1998 e il 2001 il rapporto tra risparmio nazionale e PIL è diminuito di quasi 3 punti percentuali, in quanto il netto calo del risparmio delle famiglie ha più che compensato il miglioramento del saldo finanziario pubblico. Tuttavia, a tale risultato può aver concorso anche il fatto che l'investimento in altre principali regioni è rimasto debole in relazione al risparmio. Il disavanzo commerciale USA si è perciò ampliato e rischia di ampliarsi ulteriormente se la crescita dell'economia americana continua a sopravanzare quella dell'Europa e del Giappone.

Un secondo aspetto preoccupante è il costante deterioramento del saldo del reddito da investimenti statunitense. Sebbene lo scorso anno il declino dei tassi d'interesse a livello mondiale abbia alleggerito gli oneri per il servizio del debito, il deficit del conto del reddito si è ampliato per effetto dei minori profitti delle imprese straniere di proprietà statunitense. In passato, il reddito netto da investimenti diretti esteri aveva contribuito positivamente al saldo della bilancia corrente USA. Non è tuttavia certo che questa tendenza continui. Già alla fine del 2000 il valore di mercato dello stock di investimenti diretti esteri americani risultava inferiore a quello delle attività americane detenute da residenti esteri. Per giunta, se la redditività relativa del capitale continuasse a variare in favore degli investimenti negli Stati Uniti, diventerebbe sempre più difficile per le imprese all'estero di proprietà statunitense superare i risultati delle imprese americane di proprietà straniera. Il quadro si presenta altrettanto preoccupante per quanto riguarda i pagamenti netti per interessi. Dato il costante aumento delle passività nette sull'estero, gli Stati Uniti sono

Deterioramento  
tendenziale del  
commercio e del  
saldo del reddito  
da investimenti  
USA

Bilancia dei pagamenti nelle tre principali aree economiche									
	Stati Uniti			Area dell'euro			Giappone		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
in miliardi di dollari USA									
Conto corrente	-324	-445	-417	-28	-65	1	115	119	89
Beni	-345	-452	-427	59	11	73	122	116	71
Servizi	84	76	79	-4	-5	3	-54	-48	-43
Redditi	-14	-15	-19	-39	-26	-32	58	61	69
Trasferimenti correnti	-49	-54	-50	-44	-45	-43	-11	-10	-8
Conto finanziario	370	485	445	-228	-86	-33	-7	-35	-73
Investimenti diretti	146	135	2	-125	26	-93	-10	-23	-32
Azioni	-2	94	19	-71	-235	126	71	-21	28
Obbligazioni	226	256	424	-32	123	-66	-68	9	-69

Fonti: BCE; statistiche nazionali.

Tabella II.6

Le crescenti passività statunitensi troveranno contropartita negli avanzi correnti del resto del mondo?

in misura crescente esposti alle variazioni dei tassi d'interesse mondiali e all'umore dei mercati finanziari.

Sul più lungo periodo è altresì opportuno chiedersi se le crescenti passività sull'estero statunitensi troveranno facilmente contropartita nell'accumulo di avanzi correnti nel resto del mondo, e se tali avanzi, impliciti nell'equivalenza contabile mondiale, siano coerenti con la probabile evoluzione del risparmio e degli investimenti negli altri paesi. Da questo punto di vista, l'area dell'euro è attualmente pressoché in equilibrio, dato che la modesta eccedenza di risparmio privato controbilancia all'incirca il risparmio negativo del settore pubblico. Secondo le attuali previsioni tale situazione dovrebbe rimanere invariata nel prossimo futuro.

Il Giappone, che è la principale fonte di finanziamento del deficit corrente americano, continua ad avere un ingente avanzo corrente. Ciò è dovuto in ampia misura alla considerevole eccedenza finanziaria del settore societario, che si è ulteriormente ampliata in quanto le imprese hanno accresciuto il risparmio e ridotto gli investimenti in risposta agli insostenibili livelli di indebitamento e all'eccesso di capacità (grafico II.11). Nel medio periodo, tuttavia, trovandosi a uno stadio relativamente avanzato del processo mondiale di invecchiamento della popolazione, il Giappone potrebbe divenire sempre meno attraente come paese di insediamento dell'attività produttiva, e dipendere quindi maggiormente dal reddito proveniente da imprese all'estero di proprietà giapponese e dalle attività finanziarie estere detenute dalle istituzioni nipponiche.

Tra le regioni emergenti attualmente in surplus, le economie in transizione attireranno verosimilmente quote crescenti di investimenti esteri man mano che avranno migliorato il governo dell'economia e ammodernato il loro stock di capitale. È probabile che a un certo punto si configureranno più come prenditori che come datori di fondi. In Medio Oriente la situazione è principalmente influenzata dai corsi petroliferi, ma l'aumento della popolazione in alcuni dei principali paesi produttori di greggio è destinato a pesare sugli avanzi correnti nel lungo periodo. Un ruolo cruciale sarà svolto dall'Asia, che negli ultimi anni è diventata un'importante fonte di finanziamento del deficit statunitense. Come verrà esaminato nel prossimo capitolo, a seguito della crisi del 1997 i tassi di investimento sono fortemente calati e, dato il permanere di elevati saggi di risparmio, la regione ha accumulato ingenti surplus delle partite correnti. Mentre si può ritenere che vi sia stato un eccesso di capacità prima della crisi, nel medio termine è più probabile che si assista a una ripresa degli investimenti piuttosto che a un loro ulteriore declino. Le opportunità di investimento dischiuse dall'adesione della Cina all'OMC non potranno che accelerare tale processo. Se i tassi di risparmio restano elevati e i paesi asiatici continuano a promuovere le esportazioni come principale forza trainante della crescita, la regione potrebbe rimanere un'importante fonte di finanziamento del deficit USA.

Qualora però in Asia venisse assegnato un maggior peso alla domanda interna, ne conseguirebbe un'espansione dell'investimento in attività interne, a scapito di quelle estere, e quindi anche un innalzamento del potenziale di crescita. Analogamente, l'attenuazione delle rigidità strutturali in Europa

potrebbe favorire la spesa per investimenti, nonché la crescita a lungo termine. Una più rapida espansione della domanda interna e più elevati saggi di investimento al di fuori degli Stati Uniti ridurrebbero i flussi netti di capitali verso questo paese e consentirebbero un ridimensionamento graduale del suo disavanzo corrente, senza mettere a rischio la crescita e la stabilità finanziaria mondiali.