

## II. Gli andamenti nelle economie industriali avanzate

### Aspetti salienti

Nel 2002, nonostante il considerevole stimolo fiscale, la crescita del prodotto nei paesi industriali avanzati ha segnato solo un modesto recupero (tabella II.1). Mentre la spesa delle famiglie è rimasta sostenuta, le imprese hanno continuato a ridurre gli investimenti. Nel primo trimestre 2003 la domanda è risultata inaspettatamente stagnante, anche se è difficile valutare quanto ciò sia imputabile alle incertezze geopolitiche e quanto a forze frenanti più di fondo. L'opinione prevalente tra gli analisti è che vi sarà un moderato recupero dell'attività economica nella seconda parte dell'anno. Il recente incremento dei profitti, il rafforzamento dei bilanci societari e l'ulteriore progresso tecnico creano le condizioni propizie a un rilancio della spesa in conto capitale. È tuttavia aumentato l'onere del debito delle famiglie, e la crescita dei consumi potrebbe rallentare. La domanda interna resta debole in Giappone e nei paesi europei, specie in Germania.

Le pressioni al ribasso sui prezzi dei beni a livello mondiale hanno indotto taluni commentatori a manifestare timori sulla possibilità di una deflazione globale e sui pericoli che questa potrebbe comportare.

Rimangono altri importanti problemi di politica economica. Di recente i disavanzi pubblici si sono ampliati e, in un orizzonte temporale più lungo, l'invecchiamento della popolazione nei paesi industriali avanzati è destinato a generare spinte al rialzo sulle uscite. La definizione di programmi di disciplina fiscale e il riequilibrio delle finanze pubbliche nel medio periodo sono pertanto aspetti di primaria importanza. Il continuo ampliarsi degli squilibri esterni correnti nei paesi industriali a partire dalla metà degli anni novanta si è

Crescita e inflazione								
variazioni medie percentuali su base annua								
	PIL reale				Prezzi al consumo <sup>1</sup>			
	1991-2000	2001	2002	2003 <sup>2</sup>	1991-2000	2001	2002	2003 <sup>2</sup>
Paesi industriali avanzati	2,5	0,9	1,7	1,7	2,4	2,1	1,5	1,9
Stati Uniti	3,2	0,3	2,4	2,3	2,8	2,8	1,6	2,4
Area dell'euro	2,1	1,4	0,8	1,0	2,4	2,4	2,2	2,0
Giappone	1,4	0,4	0,3	0,8	0,8	-0,7	-0,9	-0,6
Regno Unito	2,3	2,1	1,8	2,0	3,2	2,1	2,2	2,8
Canada	2,8	1,5	3,4	2,7	2,0	2,5	2,2	3,1
Australia	3,4	2,7	3,8	3,0	2,2	4,4	3,0	3,0
Altri paesi <sup>3</sup>	2,1	1,3	1,5	1,3	2,1	2,2	1,8	2,1

<sup>1</sup> Per l'area dell'euro, indice armonizzato dei prezzi al consumo; per il Regno Unito, indice dei prezzi al dettaglio, esclusi gli interessi sui mutui ipotecari. <sup>2</sup> Previsioni prevalenti pubblicate in maggio. <sup>3</sup> Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera.

Fonti: © Consensus Economics; statistiche nazionali.

Tabella II.1

accompagnato a una diversa configurazione del risparmio globale, che potrebbe avere conseguenze di rilievo in futuro.

## La ripresa globale nel 2002

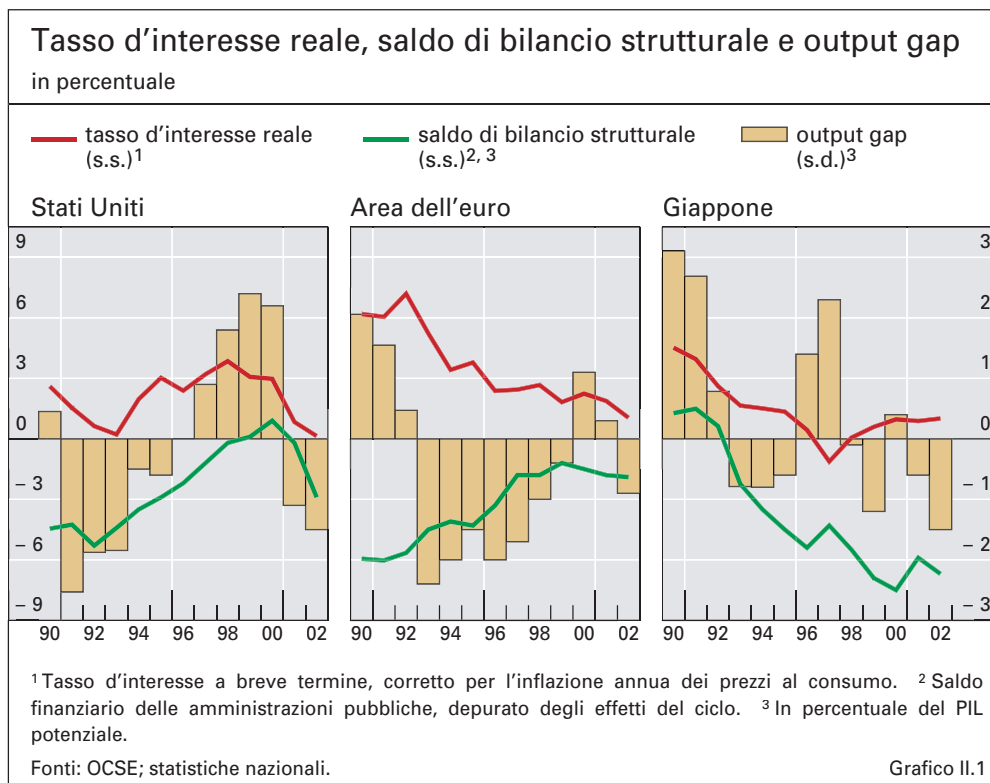
### *Crescita deludente nonostante le politiche di sostegno*

Dopo una flessione relativamente contenuta nel 2001, i paesi industriali avanzati hanno fatto registrare una ripresa nel 2002. Tuttavia, l'economia globale ha ben presto perso slancio, chiudendo l'anno su valori modesti, con un ampliamento dell'output gap nella maggior parte delle aree. Particolare attenzione ha suscitato l'indebolirsi della domanda finale negli Stati Uniti. Alcuni altri paesi industriali hanno mostrato maggiore dinamismo: la domanda interna di beni finali è stata vigorosa soprattutto in Australia e, in minor misura, in Canada. L'economia giapponese è cresciuta solo modestamente, nonostante il netto recupero delle esportazioni. La crescita del prodotto è risultata assai inferiore alle attese nell'area dell'euro e ha pressoché segnato il passo in Germania.

Alla luce del notevole stimolo delle politiche economiche, tale evoluzione appare particolarmente deludente. Negli Stati Uniti i tassi d'interesse ufficiali sono stati ridotti drasticamente, mentre il bilancio pubblico ha segnato un deficit ampio e in aumento (grafico II.1). Nel resto del mondo industrializzato le politiche sono state meno espansive. L'orientamento fiscale è risultato sostanzialmente neutro, poiché se da un lato si è permesso l'operare degli stabilizzatori automatici, dall'altro le misure discrezionali hanno trovato un limite negli ampi disavanzi di bilancio e nell'elevato debito pubblico dell'area dell'euro, e ancor più del Giappone. Il margine per un allentamento della politica monetaria è stato parimenti vincolato, nel primo caso dalla viscosità

L'economia globale ha perso slancio nel corso del 2002 ...

... nonostante le importanti misure di stimolo

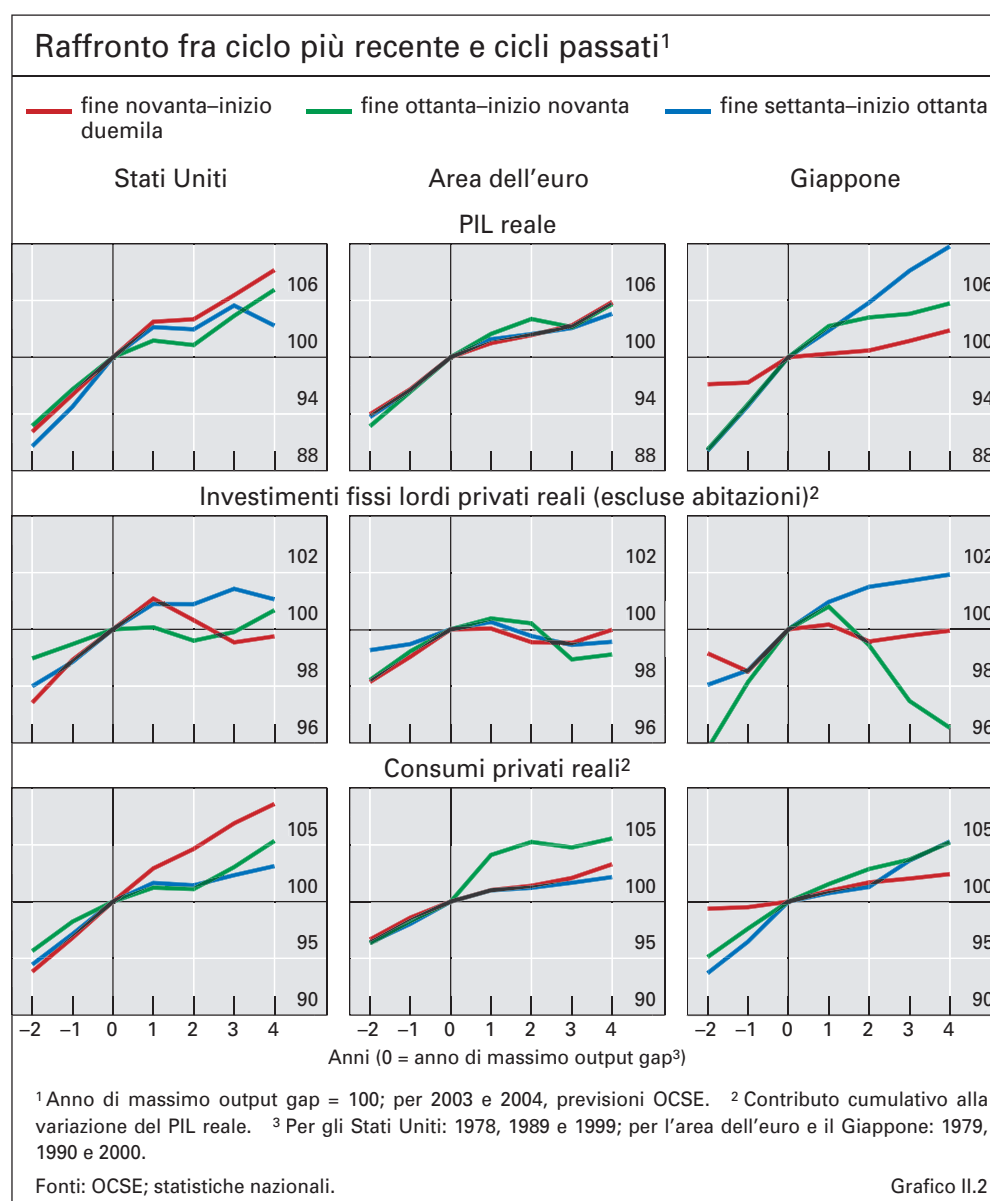


dell'inflazione e, nel secondo, dalla soglia zero dei tassi d'interesse nominali (Capitolo IV). Le condizioni monetarie sono state inasprite in alcuni paesi (in particolare Australia e Canada), di fronte alla sostenuta domanda interna e ad occasionali spinte inflazionistiche.

*Mancata ripresa degli investimenti societari*

Gli investimenti calano poiché le imprese riassestano i bilanci

Gli investimenti delle imprese, che nei paesi industriali avanzati hanno subito un calo durante il 2002, sono stati eccezionalmente deboli (grafico II.2). Si è trattato in parte di una reazione alla precedente fase di espansione, allorché attese di profitto eccessivamente ottimistiche avevano condotto ad aumenti insostenibili del credito e dei prezzi delle attività. L'emergere di notevoli eccedenze di capacità produttiva in vari settori – specie in quello delle tecnologie informatiche – e le scarse prospettive di crescita della domanda hanno scoraggiato gli acquisti di nuove apparecchiature. Le aziende hanno inoltre dovuto riassestare i propri bilanci e ripristinare i profitti in seguito al calo dei prezzi delle attività. La



fiducia degli investitori è stata ulteriormente minata dagli accresciuti timori riguardo al governo societario suscitati da vari casi clamorosi di manipolazione contabile e dal fallimento di grandi società. La perdita di valore delle azioni, l'inasprimento degli standard creditizi e l'aumento degli spread hanno parimenti reso più difficoltosa la raccolta di risorse finanziarie da parte del settore societario. In alcuni dei maggiori paesi europei e in Giappone si sono fatte più severe le condizioni di accesso al credito, specie per le piccole e medie imprese.

### *Resilienza della spesa delle famiglie*

Nonostante queste dinamiche, nella media la spesa aggregata delle famiglie nei paesi industriali avanzati ha retto abbastanza bene nel 2002, tenuto anche conto del forte calo della ricchezza finanziaria del settore e degli andamenti sfavorevoli sul mercato del lavoro. In varie economie, fra cui in particolare gli Stati Uniti e il Regno Unito, i consumi privati e gli investimenti in costruzioni residenziali sono stati alquanto sostenuti. Vi ha contribuito in modo determinante la reattività della domanda delle famiglie agli impulsi forniti dalle politiche economiche. Le misure fiscali espansive hanno avvantaggiato le famiglie attraverso riduzioni di imposte, incrementi retributivi per i dipendenti pubblici o con il miglioramento delle prestazioni sociali. Nel contempo, il ribasso generalizzato dei tassi d'interesse ufficiali e il calo di quelli a lungo termine hanno ridotto considerevolmente il costo del credito. Ad esempio, negli Stati Uniti i tassi medi sui finanziamenti alle famiglie sono scesi di quasi 1 punto percentuale nel corso del 2002, mentre le vendite di autoveicoli sono state stimolate da favorevoli condizioni creditizie. La spesa delle famiglie è stata assai meno vigorosa nell'area dell'euro, dove è sensibilmente cresciuta la quota di risparmio. In Giappone i consumi hanno dato prova di una relativa tenuta, ma gli acquisti di abitazioni hanno subito un'ulteriore flessione.

I cambiamenti strutturali intervenuti nei mercati finanziari di molti paesi hanno ampliato la disponibilità di credito, permettendo alle famiglie di contrarre prestiti per ammontari più elevati. A ciò ha contribuito anche l'ascesa dei prezzi immobiliari residenziali, che nel 2002 è proseguita a ritmo elevato e in alcuni paesi ha persino accelerato, fornendo alle famiglie una fonte addizionale di liquidità (tabella VII.2 a pagina 143). I rialzi dei prezzi delle abitazioni sembrano avere in parte compensato le perdite di borsa, in particolare per America del Nord, Regno Unito e talune economie dell'Europa continentale. In questi paesi l'accresciuta concorrenza e le innovazioni introdotte nel mercato ipotecario hanno ampliato le possibilità di ottenere credito a fronte degli incrementi di valore degli immobili. Sono inoltre diminuiti i costi di transazione connessi con il rifinanziamento dei prestiti, il che ha consentito ai mutuatari di beneficiare più facilmente del minor costo del denaro.

## Il quadro mondiale

### *Una ripresa non uniforme, ma graduale*

Gli accresciuti timori destati dagli sviluppi in Medio Oriente avrebbero avuto un ruolo determinante nel frenare l'espansione negli ultimi tempi, spingendo in alto i prezzi del petrolio e in basso la fiducia. Benché al momento la

La spesa delle famiglie rimane sostenuta ...

... grazie al rincaro delle abitazioni e al rifinanziamento ipotecario

Le forze recessive potrebbero esaurirsi nel 2003 ...

situazione sia ancora offuscata da incertezze geopolitiche, secondo l'opinione prevalente le attuali forze recessive dovrebbero gradualmente esaurirsi. Il processo di aggiustamento delle scorte sembra essersi concluso, visto che ad esempio il rapporto giacenze/vendite negli Stati Uniti si colloca ai minimi storici. Vari fattori inducono a ritenere imminente una svolta positiva anche nel comparto degli investimenti fissi. Dopo due anni di accumulazione calante è presumibile che le imprese necessitino di nuove attrezzature, considerata anche la rapida obsolescenza dei beni strumentali ad alta tecnologia. Un ulteriore sostegno alla formazione di capitale dovrebbe rivenire dai profitti, che nel 2002 sono aumentati in base ai dati di contabilità nazionale, e dal rafforzamento dei bilanci societari. Anche le condizioni finanziarie sono di recente migliorate.

... ma finora vi sono scarsi segni di una solida ripresa

Purtuttavia, fino ad oggi la dinamica del prodotto è rimasta debole nella maggior parte delle aree, e vi sono scarsi segnali di una ripresa del commercio mondiale. Gli attuali sondaggi congiunturali non evidenziano un aumento diffuso del livello di fiducia delle imprese. I mercati finanziari, invece, segnalano un certo miglioramento. Le curve dei rendimenti prefigurano un'accelerazione della crescita nella seconda parte dell'anno, gli spread sulle obbligazioni si sono ridotti e le azioni hanno recuperato buona parte delle perdite legate agli eventi bellici. D'altro canto, i mercati non si sono dimostrati buoni profeti degli andamenti economici nel 2002, un anno contrassegnato da ripetuti e bruschi mutamenti di umore.

Interrogativi riguardo all'opinione prevalente

L'opinione diffusa secondo cui la spesa delle famiglie rimarrà robusta, sostenendo l'economia finché gli investimenti non riprenderanno slancio, solleva diversi interrogativi. Da un lato, un rapido dissolversi delle incertezze geopolitiche potrebbe ravvivare la fiducia e la propensione a spendere sia delle famiglie sia delle imprese, determinando una crescita più vigorosa di quella attualmente ipotizzata. Dall'altro, l'effetto delle passate misure di stimolo potrebbe venir meno prima che la domanda finale si consolidi sino ad auto-sostentarsi. In particolare, la spesa pubblica e la componente della domanda delle famiglie sensibile ai tassi d'interesse sono già a livelli elevati e potrebbero subire una certa flessione nel prossimo futuro. Di fatto, negli Stati Uniti sembra essere già in atto una fase di maggiore debolezza nel settore dei beni di consumo durevoli. Nei paesi in cui la spesa delle famiglie è stata sorretta da un esuberante mercato delle abitazioni, l'impulso proveniente dal rifinanziamento ipotecario potrebbe affievolirsi. Sembra inoltre che il rincaro degli immobili residenziali in alcune realtà sia giunto al culmine, e che i tassi d'interesse a lungo termine abbiano cessato di diminuire.

Un altro rischio è che gli impulsi delle politiche possano di fatto subire un'inversione di segno. Sul versante fiscale, il deterioramento dei conti pubblici ha indotto le autorità di molti paesi non solo a desistere dall'introdurre altre misure di rilancio, ma anche ad attuare una certa restrizione in Europa e, a livello delle amministrazioni centrali e locali, negli Stati Uniti. Sul piano della politica monetaria, il margine per ulteriori stimoli si è pressoché esaurito nei paesi in cui i tassi ufficiali e i rendimenti sui titoli pubblici sono ormai ai minimi storici. Taluni commentatori hanno espresso preoccupazione per una possibile correzione verso l'alto dei tassi a lunga scadenza qualora

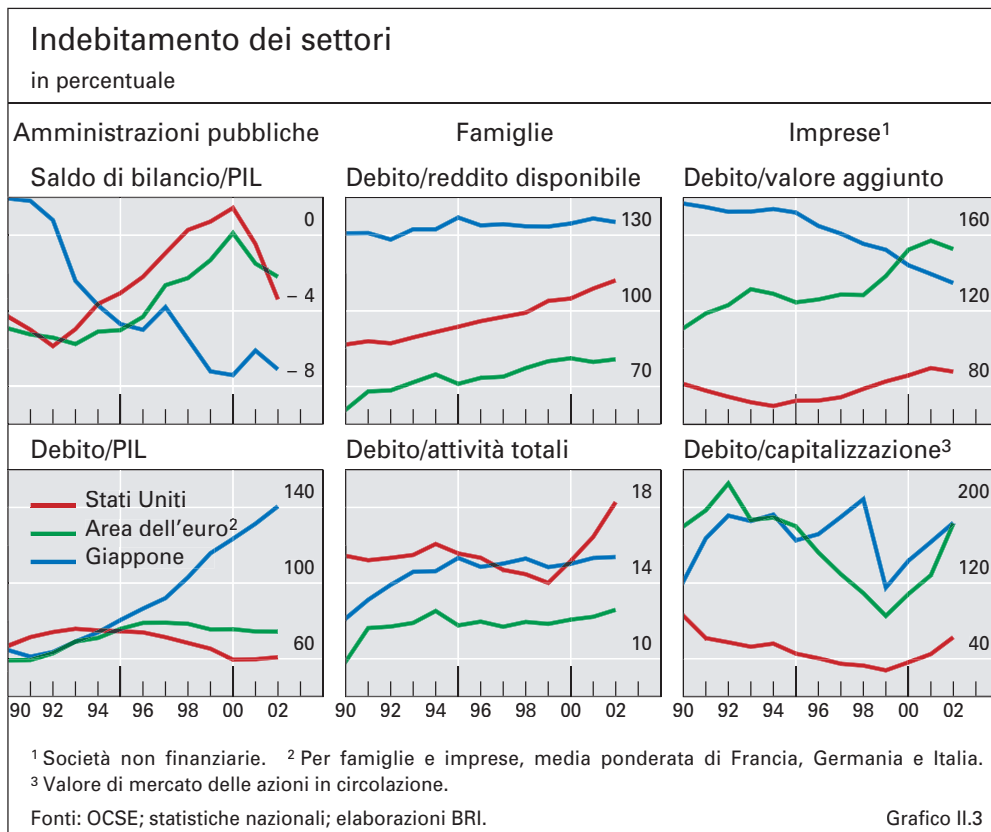
gli investitori comincino a temere per l'evoluzione dei prezzi e delle finanze pubbliche. Infine, il manifestarsi di nuove difficoltà a livello delle imprese o di vulnerabilità finanziarie latenti in alcuni paesi potrebbe per qualche tempo limitare l'erogazione di credito.

*I bilanci del settore privato*

Non è ancora chiaro in quale misura la necessità di riassetare i bilanci societari continui a frenare la ripresa, ma vi è motivo di ottimismo. Grazie ai ridotti investimenti fissi, il saldo finanziario (ossia la differenza fra risparmio e investimento) del settore delle imprese è sensibilmente migliorato in Giappone, Stati Uniti ed Europa. In Giappone le aziende in profitto hanno proseguito il rimborso delle ingenti passività accumulate in passato: nell'ultimo decennio il rapporto fra debito e valore aggiunto nel settore societario è sceso di oltre 30 punti percentuali (grafico II.3). Negli Stati Uniti il conto finanziario delle imprese è risultato pressoché in equilibrio nel 2002, e il debito ha cominciato a calare. Nell'area dell'euro l'indebitamento delle società, cresciuto rapidamente nella seconda metà degli anni novanta, è di recente diminuito, così come si è ridotto il saldo finanziario negativo a partire dal 2000.

I bilanci societari si sono in certa misura rafforzati ...

Vi sono poi due ulteriori fattori positivi. Primo, gli indici debito/capitale proprio rimangono su valori modesti, in quanto la perdita di valore delle azioni è stata parzialmente compensata da una riduzione della leva finanziaria. Secondo, i bassi tassi d'interesse hanno permesso alle imprese di ridurre i costi per il servizio del debito. Ad esempio, verso la fine del 2002 gli oneri per interessi delle società non finanziarie USA erano scesi intorno al 14% del cash

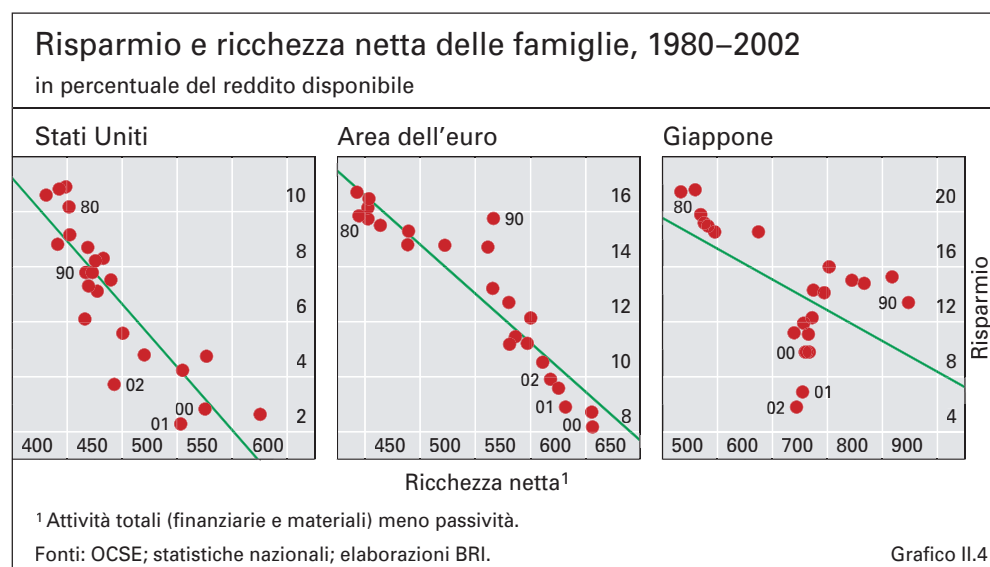


flow, segnando un calo di quasi 2 punti percentuali rispetto al picco più recente toccato agli inizi del 2001, e di oltre 5 punti in confronto ai primi anni novanta. Tuttavia, se i tassi riprendessero a salire, le imprese potrebbero cercare di contenere i pagamenti in conto interessi rinviando gli investimenti finanziati con capitale di prestito. Inoltre, il riequilibrio dei bilanci è un processo lento. Il fatto che il rapporto debito/valore aggiunto delle imprese USA si situi oggi all'88%, contro l'80% degli inizi degli anni novanta, potrebbe indurre ad abbassare ulteriormente la leva finanziaria. Questo rischio appare anche maggiore in Europa. Infine, a causa delle passività latenti (come quelle dovute alla sottocapitalizzazione degli schemi pensionistici), la situazione potrebbe essere meno solida di quanto non indichino le statistiche ufficiali.

... ma è cresciuto il debito delle famiglie

Diversamente dalle imprese, durante la recente fase del ciclo le famiglie nei paesi industriali avanzati hanno in media continuato a indebitarsi e a spendere, malgrado il sensibile rallentamento osservato nell'area dell'euro. Di conseguenza, anche nel 2002 il debito del settore è cresciuto più rapidamente del reddito. Questa tendenza è stata particolarmente pronunciata nei paesi in cui i minori tassi d'interesse nominali hanno stimolato la domanda di abitazioni e indotto le famiglie a rinegoziare mutui ipotecari in essere. Tale processo ha reso disponibili fondi per finanziare un aumento della spesa ed è stato rafforzato dalla marcata ascesa dei prezzi degli immobili residenziali.

Se si tiene conto del valore delle attività patrimoniali, il debito delle famiglie non appare particolarmente elevato. Eccezion fatta per il Giappone, il rapporto medio fra passività e ricchezza del settore nei paesi del G7 è pressoché stabile da parecchi anni, intorno al 15%. Le passività in essere sono tuttavia salite a oltre il 105% del reddito disponibile, superando di quasi 15 punti percentuali il livello dei primi anni novanta. Anche i costi per il servizio del debito sono cresciuti. Ad esempio, nel 2002 essi hanno assorbito circa il 14% del reddito disponibile delle famiglie USA, una quota sensibilmente più alta rispetto a un decennio fa, nonostante il deciso calo dei tassi di finanziamento. Sebbene nel complesso il settore delle famiglie sia in larga misura protetto da tassi ipotecari fissi a lungo termine, esso potrebbe comunque



divenire vulnerabile in caso di rialzo dei tassi d'interesse o di deterioramento del mercato del lavoro. La bassa inflazione potrebbe avere indotto alcuni mutuatari privati a sottostimare l'onere reale dei futuri rimborsi.

Anche se i bilanci delle famiglie non sembrano comportare una minaccia immediata per la spesa, è possibile che cresca il risparmio del settore. Questo è già aumentato in misura significativa nell'area dell'euro durante gli anni più recenti. Maggiori motivi di preoccupazione potrebbero esservi in Giappone dove, nonostante le notevoli perdite di ricchezza subite negli ultimi dieci anni, la quota di risparmio delle famiglie ha proseguito la sua tendenza calante (grafico II.4). Negli Stati Uniti essa appare ancora bassa, sebbene nel 2002 abbia ripreso ad aumentare. Gli sgravi fiscali hanno permesso alle famiglie USA di migliorare leggermente la capacità di risparmio. Tuttavia, il livello di equilibrio è probabilmente diminuito nel corso degli ultimi due decenni a causa della crescente ricchezza netta.

### *Prospettive a più lungo termine*

Un aspetto di spicco della recente flessione della crescita produttiva è che essa è stata avvertita anche nelle aree economiche – in particolare Europa continentale e Giappone – che non avevano vissuto il precedente boom della domanda. L'elevato grado di sincronia mostrato dai cicli economici nell'ambito dei paesi industriali è dovuto a fattori finanziari e di fiducia, oltre che ai flussi commerciali. Secondo alcuni osservatori, questi nessi sono divenuti più stretti negli ultimi anni, rendendo più evidente il ruolo guida degli Stati Uniti (72ª *Relazione annuale*). In primo luogo, sono aumentati sostanzialmente i legami internazionali a livello di imprese in seguito all'ondata di fusioni e acquisizioni transfrontaliere degli anni novanta. In secondo luogo, l'ampliamento del disavanzo corrente degli Stati Uniti si è accompagnato a crescenti afflussi di capitali. Di conseguenza, varie imprese estere, finanziarie e non, che avevano contribuito a finanziare l'espansione dell'economia americana sono incorse in pesanti perdite e sono state costrette a tagliare i costi per ripristinare i profitti.

La maggiore influenza esercitata dagli Stati Uniti sulla crescita mondiale può tuttavia essere dovuta anche ad alcune debolezze specifiche di altre regioni. Durante gli ultimi dieci anni l'economia del Giappone è cresciuta in media solo dell'1% annuo. Ciò fa ritenere che il suo tasso potenziale di crescita sia ora ben al disotto del 4% stimato negli anni ottanta. La crescita potenziale si è indebolita anche in alcuni dei maggiori paesi europei, e specialmente in Germania, come si vedrà in maggior dettaglio più avanti. Queste tendenze sono importanti, e non soltanto per ciò che esse implicano in termini di evoluzione del tenore di vita nel lungo periodo. I bassi tassi di crescita potenziale al di fuori del Nord America potrebbero rendere più difficile il processo di aggiustamento delle bilance correnti necessario per correggere gli attuali squilibri esterni. Inoltre, una bassa crescita potenziale è sovente il riflesso di rigidità strutturali e di scarsa resistenza agli shock. Si pensi al modo in cui gli Stati Uniti, dove il potenziale di crescita rimane sostenuto, sono riusciti a far fronte alla recente flessione congiunturale. Il dinamismo dell'economia statunitense dal lato dell'offerta è parso offrire maggiori opportunità per nuove fonti di crescita e una migliore capacità di rispondere agli stimoli della domanda.

Gli sviluppi negli Stati Uniti continuano a svolgere un ruolo centrale

La debolezza di Giappone ed Europa ...



... è dovuta alla più  
lenta crescita delle  
forze di lavoro ...

Il fattore principale all'origine della performance economica nel lungo periodo è costituito dalle forze di lavoro. Queste stanno tuttora crescendo fortemente negli Stati Uniti, mentre hanno cominciato a calare in Giappone, e altrettanto accadrà nell'immediato futuro in alcune economie europee con una popolazione in rapido invecchiamento. Esistono inoltre notevoli differenze nel funzionamento del mercato del lavoro. Se negli Stati Uniti la disoccupazione strutturale si è costantemente ridotta dalla metà degli anni settanta, essa è aumentata in Giappone. L'area dell'euro presenta un quadro più differenziato: la disoccupazione strutturale è cresciuta a livelli elevati fino alla metà degli anni novanta, ma da allora è calata in alcuni paesi – con la notevole eccezione della Germania – grazie a efficaci misure dirette a promuovere la creazione di posti di lavoro. Un secondo fattore di rilievo è stato il relativo vigore della crescita della produttività negli Stati Uniti, in particolare lo scorso anno, durante il quale è nettamente salita la produzione per addetto. Nell'area dell'euro e in Giappone l'incremento della produttività è stato invece debole durante gli ultimi anni.

... e alla minore  
produttività

L'eccellente performance degli Stati Uniti sembra dovuta soprattutto al costante progresso tecnologico, misurato dalla crescita della produttività totale dei fattori (PTF), ossia l'incremento di produzione ottenuto a quantità invariate di lavoro e di capitale. Ad esempio, negli Stati Uniti i guadagni di PTF si sono accelerati notevolmente dal periodo di lenta espansione del prodotto degli anni settanta, in netto contrasto con quanto osservato in Europa e in Giappone. Nei paesi europei vi sono indicazioni che le recenti riforme nei mercati del lavoro hanno condotto ad aumenti dell'occupazione che rallentano la dinamica della produttività. In Giappone l'attenzione si è appuntata soprattutto sul dissestato sistema finanziario, da molti visto come il maggiore ostacolo a una crescita duratura.

Necessità di riforme  
nei mercati dei beni  
e del lavoro

Sebbene l'adozione di talune riforme strutturali rischi di innalzare la disoccupazione nel breve periodo, essa può altresì liberare una domanda latente (ad esempio, nel settore dei servizi interni), accrescendo con il tempo l'occupazione, senza contare che l'annuncio stesso di un programma di riforme può di per sé accrescere la fiducia, specialmente da parte delle imprese. Inoltre, il bisogno di migliorare il funzionamento dei mercati potrebbe essere più urgente di quanto solitamente ritenuto. In primo luogo, le rigidità possono rimanere dissimulate per molto tempo prima che se ne manifestino gli effetti negativi sull'offerta. In secondo luogo, potrebbero essere compromessi i guadagni di produttività a lungo termine, qualora l'acuirsi dei rischi geopolitici si traducesse in maggiori spese per la sicurezza e la difesa, le quali agiscono come una tassa occulta sull'economia. Infine, saranno necessari più forti incrementi di produttività per compensare l'effetto negativo sul reddito pro capite esercitato dall'invecchiamento della popolazione nella quasi totalità dei paesi industriali.

#### *Moderate prospettive di crescita a più lungo termine in Germania*

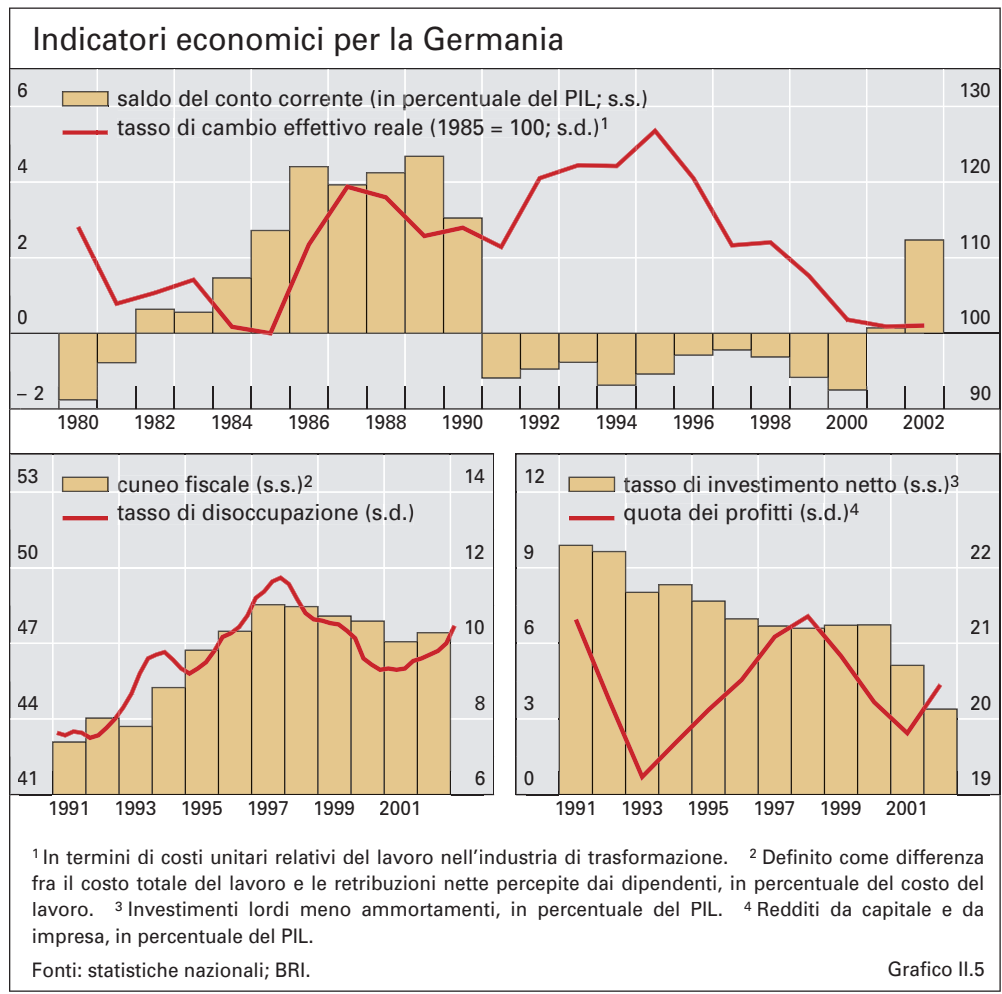
Debole performance  
economica in  
Germania ...

In questa prospettiva di più lungo periodo delle debolezze strutturali che ostacolano la crescita, molti osservatori hanno di recente fissato la propria attenzione sull'Europa continentale. La portata e la natura degli ostacoli differiscono a seconda dei paesi. Di particolare interesse è il caso della

Germania, la maggiore economia dell'area, dove negli ultimi anni l'espansione del PIL è stata eccezionalmente debole. Questa mediocre performance pare essere imputabile soprattutto al ristagno della domanda interna. In effetti, nell'ultimo quinquennio il contributo delle esportazioni alla crescita totale del prodotto è stato mediamente pari a oltre 2 punti percentuali, un valore superiore alla media degli anni ottanta e più elevato di quelli della Francia e dell'Italia. Per contro, i consumi privati sono risultati più deboli e i modesti investimenti hanno rappresentato un notevole fattore frenante, contribuendo ad abbassare il tasso di crescita potenziale della Germania a solo l'1½%, a fronte di stime prossime al 2½% per il resto dell'area dell'euro.

Per spiegare il declino della crescita economica tedesca sono state addotte varie ragioni, alcune delle quali possono apparire meno fondate di altre. Taluni osservatori sostengono ad esempio che il paese è entrato nella UEM con un tasso di cambio sopravvalutato. Tuttavia, se è vero che la Germania aveva perso competitività e quote di mercato nella prima metà degli anni novanta, in seguito il tasso di cambio effettivo reale è sensibilmente calato (grafico II.5, diagramma superiore). Di conseguenza, negli ultimi anni il paese ha riconquistato quote di mercato, e il rapporto esportazioni/PIL si situa ora a livelli record. Altri avanzano l'ipotesi che siano stati gli alti tassi d'interesse reali a deprimere la spesa per investimenti e la crescita complessiva. A prima vista anche questa tesi appare infondata, se si considera che dal 1997 i rendimenti

... nonostante il recente miglioramento della competitività



obbligazionari reali (corretti per l'inflazione dei prezzi al consumo) a lungo termine sono stati mediamente pari al 3½%, rispetto a una media storica del 4% a partire dagli anni sessanta. Tuttavia, essendo diminuito il tasso di crescita potenziale, si potrebbe argomentare che è parimenti calato il tasso d'interesse "naturale", ossia il tasso di equilibrio fra risparmio e investimenti.

I costi della  
riunificazione

Un'ipotesi assai più plausibile è che la Germania stia ancora soffrendo dei costi diretti e indiretti della riunificazione del 1989-1990. Moltissime imprese della ex Repubblica democratica tedesca sono fallite, causando un peggioramento duraturo delle condizioni del mercato del lavoro. I connessi trasferimenti statali – quasi il 4% annuo del PIL durante gli anni novanta – paiono aver provocato un analogo deterioramento delle finanze pubbliche, che ha ridotto in misura significativa il margine di manovra della politica fiscale. Anche gli aumenti di imposta necessari per finanziare la riunificazione sembrano aver influenzato negativamente la situazione del mercato del lavoro, ampliando in misura notevole il "cuneo fiscale" (grafico II.5, diagramma in basso a sinistra). Infine, la riunificazione ha provocato un incremento insostenibile della spesa edilizia. La sua successiva contrazione ha ridotto di quasi ⅓ di punto l'anno la crescita del PIL reale a partire dal 1995. Per giunta, i prezzi delle abitazioni – dopo essere calati nella seconda metà del passato decennio – sono rimasti pressoché stabili negli ultimi anni. Le famiglie tedesche non hanno pertanto beneficiato di alcuna contropartita alle perdite di borsa, a differenza di quanto avvenuto nella maggior parte degli altri paesi industriali.

Declino degli  
investimenti  
societari ...

Forse il sintomo (se non la causa) più importante dello scarso dinamismo dell'economia tedesca è la ridotta capacità o volontà delle imprese di investire. Dai primi anni novanta gli investimenti netti in rapporto al PIL sono calati fortemente (grafico II.5, diagramma in basso a destra). Pur ammettendo che i reinvestimenti (ossia, la sostituzione di impianti obsoleti) servano anche a introdurre nuove tecnologie che promuovono la crescita, tale tendenza è motivo di preoccupazione. Qualora perdurasse, essa causerebbe probabilmente un ulteriore abbassamento del tasso potenziale di crescita dell'economia.

... e difficoltà per le  
medie imprese

Benché la bassa propensione a investire sia in parte di natura ciclica, paiono entrare in gioco anche cause più di fondo o strutturali. Una di queste potrebbe essere il fatto che le imprese non si attendono dai nuovi investimenti una redditività sufficiente a coprirne il rischio, a riprova forse del fatto che i profitti sono troppo bassi. Inoltre, secondo alcune indicazioni le piccole e medie imprese – che costituiscono tradizionalmente la principale fonte di nuovi posti di lavoro, ma sono per lo più orientate al mercato interno – hanno avuto risultati peggiori rispetto alle grandi società, che esportano una parte notevole della loro produzione. È possibile che il problema sia stato acuito negli ultimi anni dai più stringenti criteri di accesso al credito bancario, che potrebbero aver colpito in modo particolare le imprese di minori dimensioni.

Rigidità nei mercati  
dei beni e del  
lavoro

Anche le rigidità nei mercati dei beni e del lavoro avrebbero influito in modo negativo sulla propensione delle imprese a investire, nonché sulla crescita complessiva. Restrizioni di vario tipo (ad esempio, sugli orari di apertura degli esercizi commerciali) potrebbero senz'altro aver frenato l'espansione del terziario, limitandone così la capacità di assorbire esuberanti di manodopera nell'industria. La costituzione di nuove imprese, e il connesso

potenziale di creazione di impieghi, sono stati frenati da onerosi vincoli regolamentari. Gravi rigidità permangono anche nel mercato del lavoro. Oltre al ricordato ampliamento del "cuneo fiscale", le severe misure di protezione dell'impiego potrebbero aver scoraggiato le assunzioni. La struttura impositiva, i sussidi di disoccupazione e i trasferimenti sociali tendono a disincentivare la ricerca di posti di lavoro, specie fra le persone con basso livello di qualificazione e di reddito. Le possibilità di accordi salariali collegati alla performance dell'azienda o del prestatore di lavoro restano parimenti molto limitate.

Sebbene al momento le prospettive a breve termine della Germania non sembrino molto favorevoli, non vanno però sottovalutati alcuni segnali positivi. Il vigore delle esportazioni mostra che le imprese tedesche sono in grado di competere in condizioni mondiali difficili. Gli effetti della riunificazione dovrebbero gradualmente esaurirsi. Il necessario processo di ridimensionamento del settore delle costruzioni appare avanzato, e le conseguenze per le banche e le altre istituzioni finanziarie sembrano essere state contenute (Capitolo VII). L'impressione generale è che il governo sia determinato a introdurre diverse importanti riforme strutturali. Paiono pertanto ingiustificati i timori secondo cui la Germania si troverebbe ad affrontare una protratta debolezza dell'economia analoga a quella del Giappone.

Alcuni segnali  
positivi

## Inflazione

### *Evoluzione recente*

Nel 2002 le pressioni sui prezzi a livello mondiale sono rimaste moderate. Tuttavia, questo quadro d'insieme cela andamenti differenziati fra i vari paesi. L'inflazione è aumentata nelle economie in più rapida crescita, mettendo a repentaglio il conseguimento degli obiettivi in Canada e nel Regno Unito agli inizi del 2003. Nell'area dell'euro l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) ha superato la soglia del 2% lo scorso anno; l'inflazione è rallentata sensibilmente negli Stati Uniti; i prezzi al consumo sono risultati pressoché stabili in Svizzera e sono calati per il quarto anno consecutivo in Giappone.

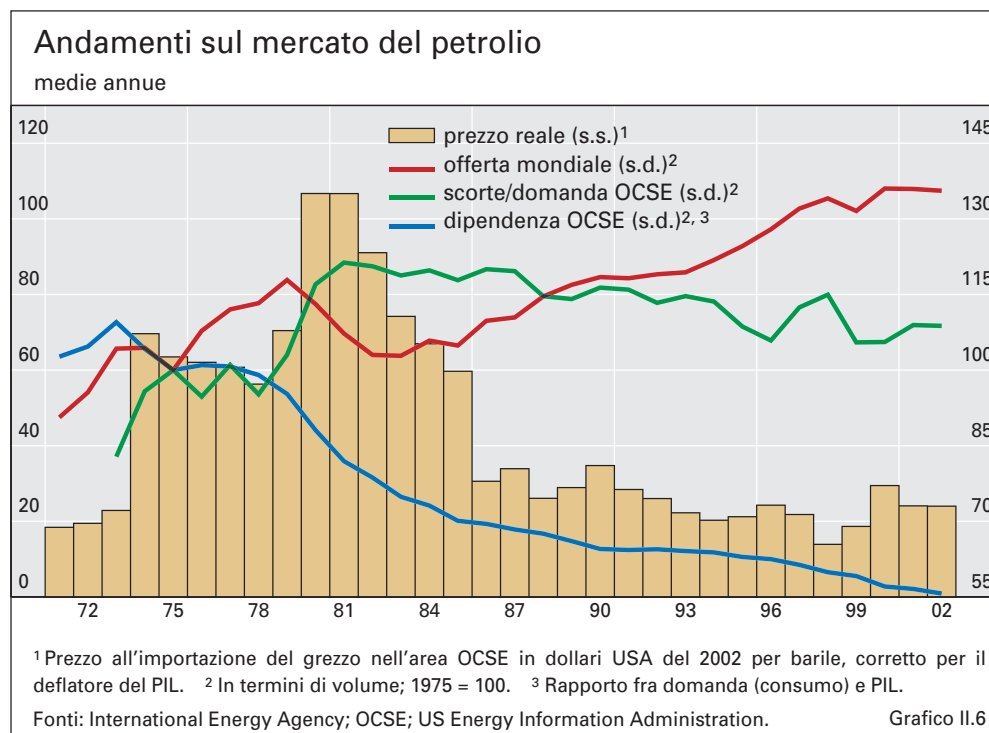
Moderate pressioni  
sui prezzi

Si possono ravvisare differenze notevoli anche all'interno delle singole regioni, e in particolare nell'area dell'euro, dove i prezzi al consumo sono saliti nel 2002 di poco più dell'1% in Germania, ma di quasi il 5% in Irlanda. L'evoluzione dei prezzi è stata disuguale pure negli Stati Uniti, con incrementi che vanno dallo 0% circa nella regione di Cleveland a quasi il 3% in quella di Los Angeles. Infine, sensibili disparità sono emerse anche a livello settoriale, con divari spesso assai ampi fra i servizi orientati al mercato interno e il comparto manifatturiero. Ad esempio, negli Stati Uniti i prezzi dei prodotti non alimentari sono scesi del 2%, mentre quelli dei servizi hanno registrato un aumento del 3%.

### *Prospettive*

Nel 2003 l'inflazione dovrebbe rimanere bassa. L'impennata dei prezzi del petrolio nei primi mesi dell'anno, dovuta essenzialmente alla guerra in Iraq e alle interruzioni nella produzione venezuelana, si è già parzialmente annullata. Tuttavia, le previsioni sulla dinamica delle quotazioni restano soggette a

Le previsioni sul  
prezzo del petrolio  
restano incerte



incertezza. Nell'anno a venire, queste ultime potrebbero continuare ad essere volatili, a seconda della crescita mondiale, dell'offerta proveniente dai paesi non OPEC e della capacità dell'OPEC stessa di compensare prontamente repentini squilibri fra domanda e offerta. Inoltre, il rapporto fra scorte e consumo nei paesi industriali è andato calando a partire dai primi anni ottanta, sicché il riproporsi di turbative di mercato potrebbe causare più forti oscillazioni di prezzo (grafico II.6). Infine, un grosso interrogativo concerne i tempi e la portata del ritorno del petrolio iracheno sul mercato mondiale.

Vi sono buone ragioni per ritenere che l'inflazione mondiale rimarrà bassa e stabile nel breve termine, grazie alle deboli pressioni di fondo. Uno dei motivi è il fatto che sembra in generale essere diminuita la sensibilità dell'inflazione alle variazioni cicliche del prodotto. Ad esempio, durante lo scorso decennio l'inflazione è rimasta moderata negli Stati Uniti, nonostante le ampie fluttuazioni sia della disoccupazione sia del grado di utilizzo della capacità produttiva. In Giappone la deflazione è stata relativamente stabile e piuttosto contenuta negli ultimi anni. Vi sono altresì indizi di un minore effetto di traslazione dei movimenti del cambio nei paesi che registrano una moderata inflazione. Visto il lungo periodo di inflazione stabilmente bassa nei paesi industriali, le aspettative sembrano essersi saldamente ancorate, e ciò dovrebbe contribuire a ridurre la persistenza di eventuali shock di natura straordinaria. Parimenti, l'accresciuta concorrenza interna ed estera potrebbe aver modificato il modo in cui sui vari mercati si determinano salari e prezzi, a riprova di una maggiore resistenza agli aumenti dei prezzi.

#### *Rischi di deflazione?*

Dati il basso livello dell'inflazione, l'ampio margine di capacità inutilizzata e la prospettiva di una crescita inferiore al potenziale nei principali paesi industriali

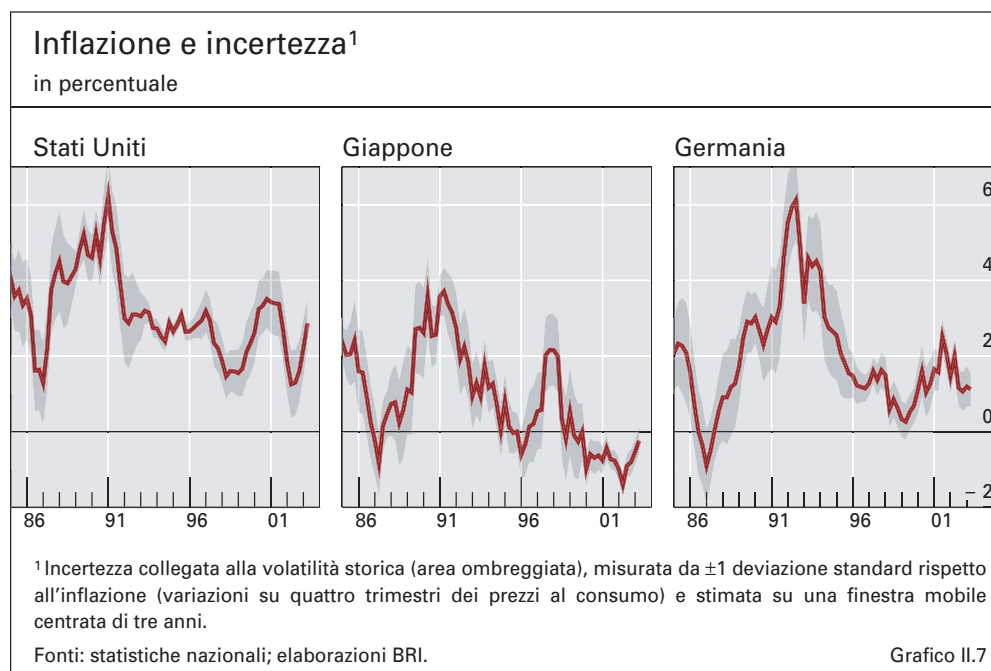
L'inflazione dovrebbe rimanere bassa

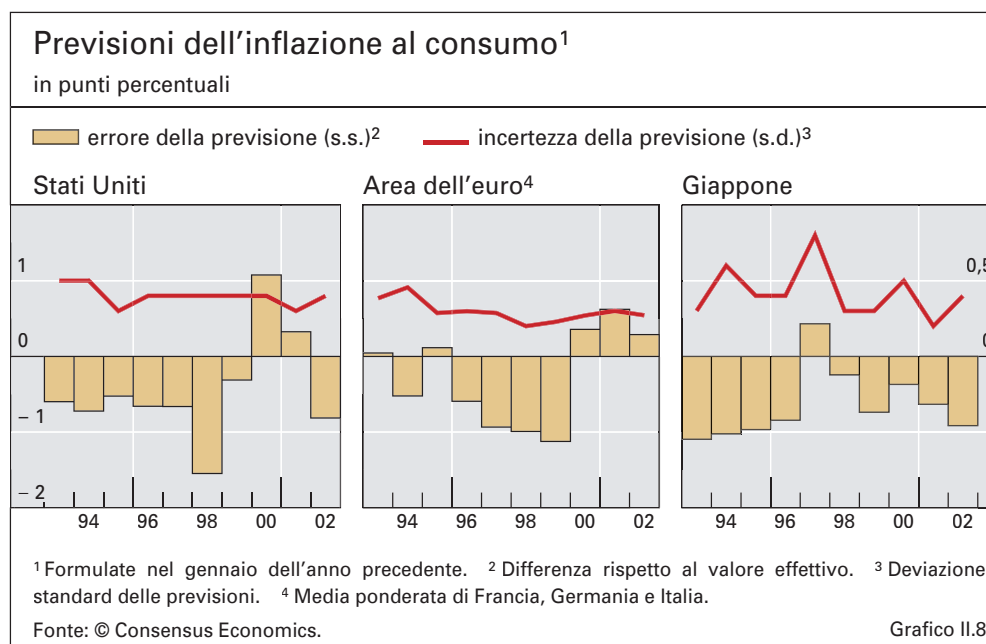
avanzati, alcuni commentatori temono non tanto l'inflazione quanto la deflazione, definita come un calo del livello generale dei prezzi. Ha ugualmente destato interesse il fatto che in Giappone il deflatore del PIL risulti in calo dell'1% annuo dalla metà degli anni novanta, e che i prezzi siano recentemente diminuiti in vari altri paesi asiatici. La deflazione può causare problemi economici, dal momento che la maggior parte dei contratti di prestito è definita in termini nominali, che i salari nominali tendono a essere rigidi verso il basso e che i tassi d'interesse nominali non possono essere negativi (Capitolo IV). Nell'attuale congiuntura, quali sono i rischi che l'economia mondiale scivoli verso una situazione deflazionistica?

Il primo e ovvio punto è che quando l'inflazione si situa a livelli molto bassi, aritmeticamente la deflazione non è distante. Per giunta, la variabilità dell'inflazione rimane notevole, specie se rapportata agli attuali valori molto contenuti dell'inflazione stessa (grafico II.7), ed è persino aumentata in termini relativi in alcuni paesi. L'incertezza delle previsioni sul futuro andamento dei prezzi – misurata dalla deviazione standard delle stime – equivale ancora in alcuni casi a quasi un terzo di punto percentuale (grafico II.8). Durante gli anni novanta, per lunghi periodi l'inflazione effettiva è risultata ben inferiore alle previsioni prevalenti.

Le previsioni in materia di inflazione sono spesso incerte

Un altro aspetto importante è il fatto che i tassi d'inflazione rilevati tendono a sovrastimare l'effettivo incremento dei prezzi, a seconda degli indici e dei metodi statistici impiegati. Ad esempio, se si fosse tenuto conto dei cambiamenti nella composizione della spesa indotti dalle variazioni dei prezzi relativi (mantenendo invariate le ponderazioni), nel 2002 l'inflazione al consumo negli Stati Uniti sarebbe risultata inferiore di quasi mezzo punto percentuale. Analogamente, la deflazione in Giappone apparirebbe più grave se fosse misurata dal deflatore dei consumi privati anziché dall'indice dei prezzi al consumo. Vi sono inoltre indicazioni di errori per eccesso nelle misurazioni



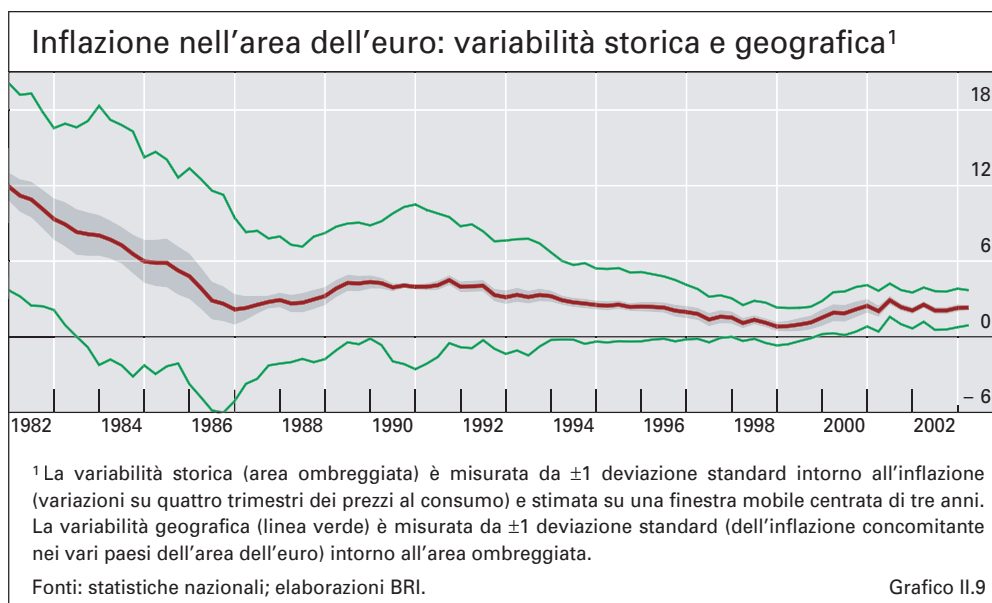


Molte misurazioni dell'inflazione paiono eccessive

dell'inflazione dovuti a difficoltà nell'integrare i miglioramenti qualitativi, difficoltà che possono essere acute dal lancio di prodotti innovativi e dalla comparsa di nuovi canali di distribuzione. Dati l'attuale basso livello dell'inflazione e il grado di incertezza delle previsioni, la possibilità di episodi di calo dei prezzi (come quelli osservati in Germania a metà degli anni ottanta) non può essere esclusa. Se si tiene conto degli errori di misurazione ("deflazione effettiva"; tabella IV.1 a pagina 77), questa possibilità diventa ancora più concreta, sebbene negli ultimi anni l'inflazione rilevata si sia già ridotta in misura considerevole in alcuni paesi per effetto di importanti modifiche nelle metodologie di calcolo, fra cui in particolare il crescente impiego di indici dei prezzi edonici. Poiché, come mostra chiaramente l'esperienza giapponese, la deflazione può radicarsi pur in presenza di politiche macroeconomiche molto espansive, è senz'altro opportuna una valutazione delle potenziali forze deflazionistiche presenti in altri paesi.

Potenziali fattori deflazionistici: capacità produttiva eccedente ...

Il brusco scoppio della bolla degli anni novanta nel settore IT ha destato la sensazione di un più generalizzato eccesso di capacità. In linea di principio ciò potrebbe esercitare un notevole impatto deflativo sull'economia globale, soprattutto se i prezzi calanti dovessero interagire con elevati livelli di indebitamento nominale. In effetti, evidenze aneddotiche di investimenti in eccesso nei paesi emergenti dell'Asia, nonché di un utilizzo molto basso della capacità produttiva in numerosi settori in seguito al recente rallentamento, sembrano suffragare tale punto di vista. Tuttavia, vi sono scarse prove di un diffuso eccesso di capacità nell'economia mondiale. Il rapporto capitale/PIL nel settore delle imprese USA è di fatto calato in termini di volume negli anni novanta, principalmente a causa del più rapido ammortamento degli impianti. Come già accennato, le società giapponesi hanno avuto la tendenza a utilizzare i profitti per ridurre le passività piuttosto che per accrescere gli investimenti.



Molti osservatori hanno anche indicato i movimenti dei prezzi relativi come possibile fonte di deflazione, facendo rilevare che in un contesto di bassa inflazione essi possono più facilmente causare diminuzioni effettive dei prezzi nominali nei settori che beneficiano dei progressi tecnologici, come quello dell'informatica. Ciò potrebbe a sua volta accrescere la probabilità di variazioni negative del livello generale dei prezzi, data la viscosità di questi ultimi in altri settori. Tuttavia, tali shock dal lato dell'offerta vanno visti in generale come un fattore positivo, in quanto sono essenzialmente il risultato di forti incrementi di produttività trasferiti ai consumatori sotto forma di aumenti del reddito reale. Anche se il loro effetto è quello di spingere in negativo gli indici misurati dei prezzi, essi non costituiscono una minaccia per i profitti e per la crescita economica, come farebbe invece una deflazione più generalizzata.

... variazioni dei prezzi relativi ...

Le variazioni dei prezzi relativi connesse con il commercio internazionale sono state parimenti evocate come possibile causa di deflazione. La globalizzazione ha permesso alle economie emergenti con bassi costi unitari del lavoro di comprimere i prezzi e quindi di "esportare deflazione". I prezzi dei prodotti manufatti sui mercati internazionali sono in effetti scesi sensibilmente dalla metà degli anni novanta in termini di DSP. L'attenzione si è focalizzata sulla Cina (Capitolo III), dato che nell'ultimo decennio la sua quota sul commercio mondiale si è più che raddoppiata; ad oggi, tuttavia, essa sfiora appena il 5%. Inoltre, in un generale contesto di bassa inflazione, un calo nei prezzi dei beni "tradabile" non va necessariamente interpretato come un temibile fattore di deflazione. Esso rappresenta anzi il canale migliore attraverso cui i benefici di un'evoluzione divergente della produttività possono distribuirsi nel corso del tempo fra i vari partner commerciali internazionali, nonché fra i diversi settori all'interno delle singole economie. Con ciò non si vuol negare che i settori interessati possano incontrare grandi difficoltà nel far fronte a un'improvvisa necessità di aggiustamento.

... globalizzazione ...



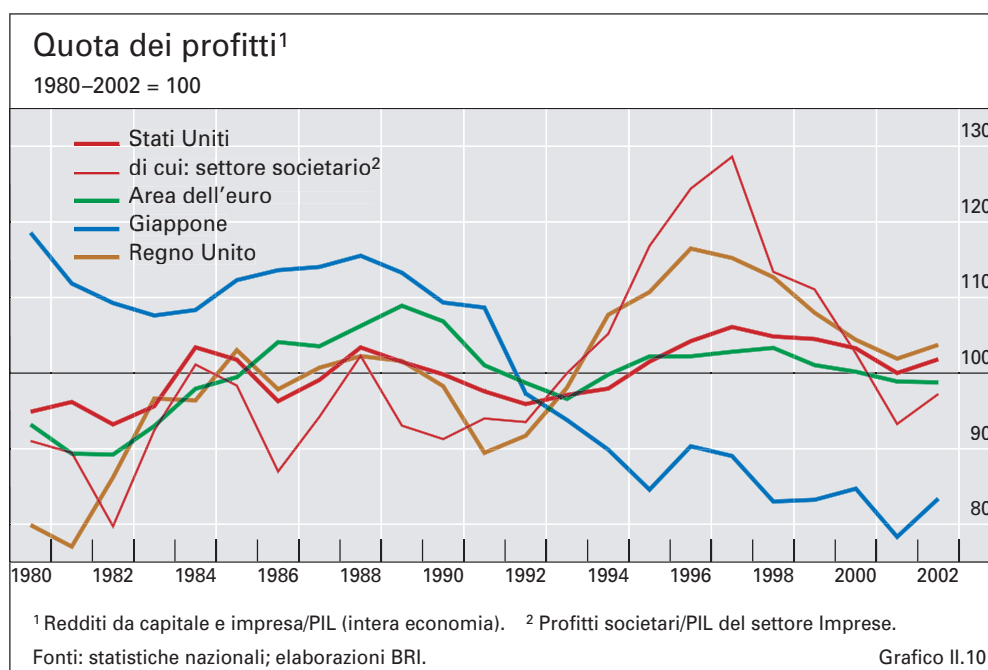
... e, nell'area dell'euro, differenziali di inflazione

Un'ultima causa di variazione dei prezzi relativi con potenziali implicazioni deflazionistiche concerne l'area dell'euro. Sebbene i differenziali di inflazione fra i paesi membri si siano ridotti di molto rispetto ai decenni passati, essi rimangono ampi in termini relativi (grafico Il.9). Alcuni sostengono che in tali circostanze un obiettivo di bassa inflazione per l'insieme dell'area potrebbe sospingere i paesi con un minore ritmo di crescita in una situazione di recessione, e fors'anche di deflazione. Ciò è destinato a ripercuotersi sui loro tassi d'interesse reali se quelli nominali sono determinati per l'intera area. Benché un tale rischio vada attentamente considerato data la scarsa mobilità del lavoro nell'ambito dell'area, esso non deve però essere sopravvalutato. Come già rilevato, le differenze nel livello e nelle variazioni dei prezzi sono un fenomeno relativamente comune all'interno dei paesi, poiché gli aggiustamenti avvengono con lentezza. Migliora inoltre la competitività dei paesi i cui costi sono inferiori a quelli dei loro partner.

#### *Margini di profitto e potere di fissazione dei prezzi delle imprese*

I profitti societari sono migliorati nel 2002 ...

Negli ultimi anni i profitti hanno avuto andamenti sorprendentemente diversi nei maggiori paesi industriali. In Giappone, nonostante la forte decelerazione dei costi unitari del lavoro, la quota dei profitti – espressa dall'incidenza dei redditi da capitale e da impresa sul PIL – è costantemente diminuita nel corso degli anni novanta e ha registrato solo un recupero modesto nel 2002 (grafico Il.10). Nell'area dell'euro, tale rapporto ha mostrato una migliore tenuta durante il passato decennio, ma è leggermente peggiorato in epoca recente. Gli sviluppi ciclici hanno gravato sulla produttività, mentre i salari sono stati relativamente viscosi. L'andamento appare più variabile negli Stati Uniti, dove la quota del settore societario sul reddito nazionale è fortemente aumentata nei primi anni novanta, toccando una punta relativamente alta nel 1997. Essa è quindi calata rapidamente, deludendo le aspettative prevalenti



Costi unitari del lavoro, produttività e profitti							
variazioni medie annue <sup>1</sup>							
		Retribuzione del lavoro <sup>2</sup>	Produttività del lavoro <sup>2</sup>	Costi unitari del lavoro	Margine di profitto <sup>3</sup>	Quota del lavoro <sup>4</sup>	Retribuzione reale del lavoro <sup>2, 5</sup>
Stati Uniti	1981–1990	5,4	1,3	4,0	0,2	-0,1	0,9
	1991–2000	3,7	1,5	2,2	-0,1	0,1	1,4
	2001–2003	3,0	1,7	1,3	0,4	-0,2	1,2
Area dell'euro	1981–1990	7,3	1,7	5,5	0,7	-0,4	1,1
	1991–2000	3,7	1,4	2,3	0,3	-0,2	0,8
	2001–2003	3,1	0,7	2,4	-0,2	0,2	1,0
Giappone	1981–1990	4,4	2,8	1,5	0,4	-0,2	2,3
	1991–2000	1,6	1,1	0,5	-0,4	0,2	1,2
	2001–2003	-1,1	0,8	-1,8	0,0	-0,3	0,5

<sup>1</sup> In percentuale; per la quota del lavoro, in punti percentuali; per il 2003, previsioni. <sup>2</sup> Per addetto. <sup>3</sup> Rapporto fra deflatore del PIL e costi unitari del lavoro. <sup>4</sup> Rapporto fra retribuzioni e PIL. <sup>5</sup> Corretto per il deflatore dei consumi privati.

Fonte: OCSE. Tabella II.2

degli operatori. Nel 2002 i decisi tagli dei costi hanno apportato un certo miglioramento, e attualmente la quota dei profitti societari si situa a un livello di poco inferiore alla media degli ultimi due decenni. All'interno dell'aggregato, le quote relative nei comparti dei servizi e del commercio al dettaglio sono rimaste relativamente stabili negli anni recenti. Per contro, quelle dell'industria manifatturiera si sono in genere ridotte nettamente sotto l'influsso della concorrenza internazionale.

Questi andamenti indicano anche che, a livello mondiale, le imprese hanno visto diminuire il proprio potere di fissazione dei prezzi. Ciò è stato particolarmente evidente in Giappone, dove le società hanno ridotto i salari nominali ma sono state costrette ad abbassare i prezzi in misura ancor maggiore a partire dai primi anni novanta (tabella II.2). Negli Stati Uniti, benché i forti guadagni di produttività abbiano contribuito a limitare la crescita dei costi unitari del lavoro durante il passato decennio, l'effetto complessivo sui profitti è stato modesto. Gli aggiustamenti di prezzo hanno trovato un limite nella sempre più intensa concorrenza sui mercati dei prodotti – specie nei settori di recente liberalizzazione come quello delle telecomunicazioni – e, fino a poco tempo fa, nella forza del dollaro. I margini di profitto hanno comunque mostrato una buona tenuta negli anni più recenti, grazie alla netta decelerazione dei costi unitari del lavoro, che sono persino calati nel 2002.

... nonostante il limitato potere di fissazione dei prezzi nel settore manifatturiero

## Il dibattito in ambito fiscale

Negli ultimi anni i disavanzi pubblici si sono ampliati. Ciò ha fatto seguito a un decennio di consolidamento fiscale in tutti i maggiori paesi, eccetto il Giappone. Nel 2002 i deficit di bilancio sono ammontati in media al 3% del PIL nell'area dell'OCSE, rispetto alla posizione di equilibrio nel 2000. Sempre nel 2002 l'indebitamento lordo in rapporto al PIL ha raggiunto il 75%, contro il 60% circa di quindici anni prima. Il recente deterioramento è in parte

Il deterioramento delle posizioni di bilancio ...

... è in parte dovuto a misure discrezionali

imputabile alla lenta crescita mondiale e all'impatto del calo nei prezzi delle attività finanziarie. Un altro importante fattore è costituito dai provvedimenti discrezionali, specie dagli sgravi di imposta negli Stati Uniti e in alcune economie europee. Gli sviluppi geopolitici hanno inoltre incrementato le spese per la difesa e la sicurezza, annullando in parte il "dividendo della pace" degli anni novanta. In sostanza, l'impiego dello strumento fiscale è stato visto come un mezzo rapido e prevedibile per contrastare il rallentamento economico.

Si dovrebbe consentire agli stabilizzatori automatici di operare

Le opinioni sull'efficacia della politica fiscale a fini anticiclici sono molto diverse. La maggior parte degli osservatori concorda sul fatto che i bilanci pubblici presentano una naturale tendenza a temperare le oscillazioni cicliche e che i cosiddetti stabilizzatori automatici dovrebbero essere lasciati liberi di operare, soprattutto nei paesi in cui il debito pubblico non è eccessivo. Un indebitamento pubblico superiore alla media nei periodi di recessione verrebbe poi compensato da un minore ricorso al credito, se non anche dal rimborso di passività, nei periodi di crescita più rapida. La spesa pubblica pare essersi effettivamente mossa in funzione anticiclica nei principali paesi dell'OCSE (tabella II.3). Dal lato delle entrate, invece, l'effetto degli stabilizzatori automatici è stato meno evidente: ad esempio, il gettito tributario ha spesso mostrato andamenti prociclici, come la tendenza in Europa a diminuire anziché aumentare durante i periodi di ripresa economica a causa dell'introduzione di sgravi fiscali.

La manovra fiscale discrezionale presenta taluni limiti ...

L'impiego dei provvedimenti discrezionali di stimolo resta più controverso. Specie se non sono accompagnate da un credibile programma di riequilibrio a medio termine, queste misure rischiano di innescare un aumento dei tassi d'interesse a lunga scadenza, indebolendo così gli investimenti privati. Un secondo ostacolo all'efficacia della manovra fiscale è dato dalla presenza di vari fattori di ritardo, rappresentati dai tempi richiesti per valutare gli sviluppi in corso, decidere le modalità di intervento, porre in atto le misure stabilite e, quindi, ottenere gli effetti desiderati. Ne consegue che provvedimenti mirati originariamente a stabilizzare una certa dinamica del prodotto potrebbero

Indicatori fiscali e ciclo economico <sup>1</sup>				
	Spesa pubblica	Entrate pubbliche	Saldo di bilancio	Orientamento fiscale <sup>2</sup>
Stati Uniti	-0,31**	0,12**	0,46**	0,26**
Giappone	-0,06	0,11*	0,16*	0,06
Germania	-0,13	-0,01	0,14	-0,18**
Francia	-0,17	-0,11	0,17	-0,05
Regno Unito	-0,41**	-0,13*	0,20*	-0,09
Italia	-0,35*	-0,08	0,11	-0,08

Nota: la tabella mostra l'elasticità ( $\beta_2$ ) stimata dall'equazione  $X = \alpha + \beta_1 X_{-1} + \beta_2 GAP$ , dove  $X$  rappresenta la spesa pubblica, le entrate pubbliche, il saldo di bilancio o l'orientamento fiscale, tutti in percentuale del PIL, e  $GAP$  l'output gap, in percentuale del PIL potenziale; \* e \*\* indicano livelli di significatività rispettivamente del 90 e 99%. La spesa pubblica si muove in direzione anticiclica quando l'elasticità è negativa (ma positiva per gli altri tre indicatori).

<sup>1</sup> 1972-2002. <sup>2</sup> Saldo primario delle amministrazioni pubbliche, depurato degli effetti del ciclo.

Fonti: OCSE; elaborazioni BRI.

Tabella II.3

esplicare appieno i loro effetti solo dopo che l'economia abbia iniziato a invertire la rotta. I dati storici per l'area dell'OCSE sembrano mostrare che in genere la manovra discrezionale di bilancio – misurata dal saldo primario strutturale – non si è mossa in direzione anticiclica negli ultimi decenni. Ciò potrebbe sottolineare la scarsa capacità intrinseca di una politica fiscale attiva di attenuare le fluttuazioni del prodotto. Un'alternativa potrebbe essere quella di ricorrere a misure di bilancio in funzione anticiclica solo di rado.

Malgrado queste importanti limitazioni, in determinate circostanze può esservi comunque un certo margine per la manovra di bilancio. In primo luogo, l'impatto sui tassi d'interesse di una temporanea espansione fiscale dovrebbe essere relativamente modesto, purché vi sia l'aspettativa che essa rientri non appena le condizioni lo consentano. In questo caso, i timori riguardo alle future pressioni inflazionistiche e al fabbisogno finanziario pubblico rimarrebbero contenuti. In secondo luogo, la politica fiscale potrebbe essere utile per affrontare gravi problemi di bilancio nel settore privato. Ne è un esempio la ricapitalizzazione con fondi pubblici di un sistema bancario fragile. Un caso meno estremo è costituito dalle riduzioni di imposta decise dall'attuale Amministrazione USA, che nel 2002 hanno consentito alle famiglie di aumentare la propria quota di risparmio. Anche le agevolazioni fiscali in favore delle imprese hanno aiutato questo settore a ridurre l'ampio disavanzo finanziario (ossia, la differenza fra spesa in conto capitale e cash flow). In terzo luogo, talune circostanze estreme possono rendere necessaria un'azione di politica fiscale che non sarebbe consigliabile in tempi normali. L'impiego dello strumento fiscale potrebbe senz'altro dimostrarsi utile per ristabilire la fiducia in seguito a eventi critici straordinari (come atti di terrorismo, rischi geopolitici, ecc.) o gestire le aspettative al fine di evitare scenari catastrofici. Da questo punto di vista, alcuni osservatori ritengono che la recente tendenza ad ampliare i disavanzi abbia contribuito a impedire quella caduta della domanda che sarebbe stata altrimenti innescata dalla correzione degli squilibri accumulati durante l'espansione degli ultimi anni novanta. In tale ottica, un'inversione troppo rapida dello stimolo fiscale ritarderebbe inoltre la ripresa degli investimenti.

È comunque essenziale che la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche sia preservata nel più lungo periodo. A questo riguardo rileva la qualità della spesa. Spesso i disavanzi di bilancio originati da alti livelli di investimento in infrastrutture o capitale umano consentono ai paesi di affrontare meglio il futuro, rispetto ai deficit che incoraggiano il consumo. Anche gli sgravi fiscali volti a ridurre le distorsioni rafforzano il potenziale di crescita dell'economia. Nel giudicare l'attuale corso della politica fiscale non si dovrebbe poi dimenticare che le proiezioni di bilancio peccano spesso di un certo "ottimismo ufficiale", sicché i saldi di partenza potrebbero senz'altro essere meno solidi di quanto si stimi al momento. Inoltre, gli impegni assunti dai governi precedenti, nonché le conseguenze dell'invecchiamento della popolazione, comportano ingenti passività future che, in alcuni paesi, potrebbero risultare persino superiori agli attuali livelli del debito pubblico.

Per tutti questi motivi, la politica fiscale necessita di un credibile quadro di riferimento a medio termine. Nel corso degli anni novanta diversi paesi

... ma potrebbe essere utile in determinate circostanze

La fiducia nella sostenibilità dei conti pubblici ...

... richiede un quadro di riferimento a medio termine

hanno introdotto regole intese a rafforzare la disciplina di bilancio. Molti di loro hanno fissato massimali alla spesa pubblica, al disavanzo di bilancio, al debito. Negli Stati Uniti sono stati imposti limiti nominali alla spesa discrezionale. L'adozione di chiari criteri di politica fiscale nel Trattato di Maastricht ha favorito la riduzione dei deficit pubblici in tutta l'Unione europea. In Giappone, dove non è stato fissato alcun vincolo ufficiale, la definizione di linee guida a medio termine può aver contribuito a mantenere i rendimenti obbligazionari su livelli bassissimi, nonostante la rapida espansione del debito pubblico.

La disciplina fiscale è stata allentata ...

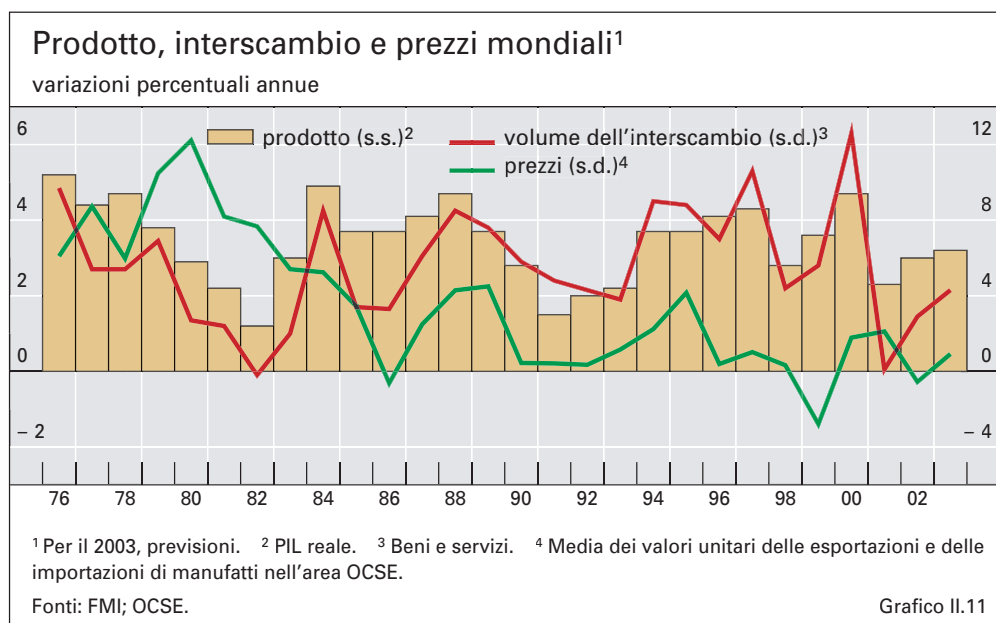
In molti casi queste regole contemplavano impegni a breve piuttosto che a medio termine. Inoltre, esse erano spesso definite in termini assoluti, prescindendo dal ciclo economico o dalla possibilità di shock esogeni. Tali carenze hanno incoraggiato ad allentare i vincoli in circostanze avverse, o persino ad abbandonarli del tutto. Di recente, tendenze di questo tipo si sono manifestate soprattutto in Giappone e negli Stati Uniti, dove i limiti alla spesa sono stati attenuati negli ultimi anni. Nell'area dell'euro, l'intero assetto del Patto di stabilità e crescita è maggiormente orientato al medio periodo. Tuttavia, focalizzando la propria attenzione sui disavanzi di bilancio correnti, che stavano migliorando grazie al contesto favorevole, vari paesi hanno omesso di adottare le misure ancor più severe necessarie per migliorare la posizione debitoria sottostante. Gli sforzi di consolidamento fiscale attuati in alcuni paesi sono spesso andati a ripercuotersi sugli investimenti, anziché sui trasferimenti.

... ma resta auspicabile

La presenza di regole che vincolino la politica fiscale a seguire una credibile direttrice a medio termine comporterebbe diversi vantaggi. In primo luogo, la tendenza ascendente dei tassi d'interesse potrebbe essere frenata ove sia chiaro che le misure di breve periodo saranno in seguito revocate. In secondo luogo, la disciplina di bilancio può del pari contrastare le pressioni sui governi a "rendere disponibili" le eccedenze di bilancio durante i periodi di forte crescita. In terzo luogo, un quadro di orientamento a medio termine contribuisce a creare spazio di manovra, un aspetto che assume particolare rilevanza nelle aree valutarie in presenza di shock asimmetrici. Infine, le regole accrescono la trasparenza e riducono l'incertezza, promuovendo in tal modo un miglior coordinamento fra i responsabili delle politiche e fra i mercati privati.

## Andamento del commercio e dei conti correnti

L'andamento degli investimenti high-tech e delle scorte, entrambi ad alta intensità di interscambio, sembrano aver dominato la dinamica del commercio mondiale negli ultimi tre anni. La fine della fase di decumulo delle scorte negli Stati Uniti agli inizi dello scorso anno aveva accresciuto gli scambi, ma il recupero si è rivelato effimero, poiché le imprese sono state riluttanti ad aumentare le giacenze e hanno continuato a ridimensionare gli investimenti. La lentezza della ripresa mondiale si è anche rispecchiata nei prezzi dei manufatti a mercato internazionale, che lo scorso anno sono rimasti sostanzialmente invariati (grafico II.11).



Nel 2002 gli squilibri dei conti correnti nei paesi industriali si sono ampliati sensibilmente. Il disavanzo degli Stati Uniti è salito a quasi il 5% del PIL mentre, in parte come riflesso del deludente ritmo di crescita, l'Europa e ancor più il Giappone hanno fatto registrare notevoli eccedenze. Al peggioramento negli Stati Uniti ha contribuito soprattutto la bilancia commerciale ma, per la prima volta dalla Grande guerra, anche il conto annuale dei redditi da investimenti ha presentato un saldo negativo.

Crescenti squilibri di parte corrente

Oltre la metà dell'incremento del deficit corrente degli USA nel 2002 trova la sua contropartita *esterna* nelle economie emergenti dell'Asia e dell'America latina. I paesi asiatici hanno ampliato la loro quota sul commercio mondiale e l'avanzo corrente. In America latina il minore deficit è principalmente dovuto a una riduzione delle importazioni (Capitolo III). Vi sono stati inoltre sensibili cambiamenti in termini di dimensione e composizione dei flussi di capitali fra le tre maggiori aree economiche. Con l'esaurirsi del boom degli investimenti, i prezzi azionari sono calati e le imprese statunitensi hanno ridotto il proprio

Forte calo degli IDE verso gli Stati Uniti

<b>Bilancia dei pagamenti nelle tre principali aree economiche</b>									
in miliardi di dollari USA									
	Stati Uniti			Area dell'euro			Giappone		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Conto corrente	-410	-393	-503	-70	-17	60	119	89	112
Capitali netti a lungo termine	422	335	285	-113	-22	53	-35	-73	-142
Investimenti diretti	129	3	-93	-5	-92	-43	-23	-32	-23
Azioni	90	15	35	-228	110	46	-21	28	-54
Obbligazioni	203	317	343	120	-40	50	9	-69	-65
Bilancia di base <sup>1</sup>	12	-58	-218	-183	-39	113	84	16	-30

<sup>1</sup> Conto corrente più capitali netti a lungo termine.  
Fonti: BCE; statistiche nazionali.

Tabella II.4

disavanzo finanziario, contribuendo così alla forte contrazione degli investimenti diretti verso gli Stati Uniti (tabella II.4), accentuata in termini di dollari dal deprezzamento della moneta americana. Inoltre, i maggiori afflussi nel comparto obbligazionario hanno rispecchiato in misura crescente l'acquisto di obbligazioni del Tesoro e delle agenzie federali USA, piuttosto che di titoli societari. Infine, lo scorso anno l'area dell'euro è divenuta prenditrice netta di capitali, giacché al calo dei deflussi netti di IDE si è aggiunta l'inversione dei precedenti deflussi obbligazionari netti (Capitolo V).

#### *Recenti tendenze del risparmio mondiale*

Dalla metà degli anni novanta le variazioni nei flussi netti di risparmio da e verso i paesi o gruppi di paesi trovano riscontro nel continuo ampliamento degli squilibri del conto corrente (tabella II.5). La quota di risparmio mondiale necessaria per finanziare il disavanzo estero degli USA si è più che triplicata dal 1997. Per contro, le economie emergenti sono divenute esportatrici nette di risparmio. Particolarmente notevole è stata l'evoluzione in Asia: dopo la crisi del 1997-98 la bilancia corrente della regione si è rafforzata di oltre il 5% del PIL in soli due anni. Assieme all'Europa, l'area asiatica (Giappone compreso) ha coperto nel 2002 i due terzi del fabbisogno finanziario esterno degli Stati Uniti. Va però notato che, a causa della discrepanza del conto corrente mondiale, non sono rilevabili tutte le fonti di risparmio. La discrepanza era pressoché scomparsa nel 1997, ma è poi tornata al livello di quasi 1/2% del PIL mondiale registrato dieci anni fa.

A determinare le variazioni nell'offerta e nella domanda di risparmio, nonché le connesse dinamiche degli squilibri di parte corrente, hanno agito svariati fattori. Negli anni recenti i saggi di risparmio hanno avuto la tendenza a calare, anche per effetto del generale rallentamento economico dal 2000.

I cambiamenti più spettacolari sono osservabili in Giappone. Negli ultimi dieci anni la quota del risparmio nazionale è diminuita di oltre 7 punti percentuali, al 26½%, e ciò ha contribuito in misura determinante al calo del saggio di risparmio mondiale. Inoltre, poiché la propensione al risparmio del paese è rimasta superiore alla media mondiale, lo spostamento in suo sfavore nella distribuzione del reddito globale ha ulteriormente accentuato tale dinamica. Un importante contributo negativo alla formazione di risparmio mondiale è inoltre provenuto dagli Stati Uniti, dove la minore propensione a risparmiare

Importanti  
cambiamenti nei  
flussi netti di  
risparmio

Sensibile calo del  
tasso di risparmio a  
livello mondiale ...

... specie in  
Giappone ...

Saldo del conto corrente, risparmio e PIL									
in percentuale									
	Saldo del conto corrente <sup>1,2</sup>			Risparmio <sup>1,3</sup>			PIL <sup>4</sup>		
	1992	1997	2002	1992	1997	2002	1992	1997	2002
Stati Uniti	-0,8	-1,5	-4,8	16,5	18,4	13,8	26,5	28,2	32,5
Area dell'euro	-1,2	1,6	1,1	20,5	21,9	21,2	26,5	22,1	20,7
Giappone	2,9	2,2	2,8	33,7	30,8	26,5	15,9	14,6	12,4

<sup>1</sup> In percentuale del PIL nazionale o regionale. <sup>2</sup> Per l'area dell'euro, somma dei singoli paesi. <sup>3</sup> Somma degli investimenti e del saldo del conto corrente. <sup>4</sup> PIL nazionale o regionale, in termini di dollari USA, in percentuale del PIL mondiale.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; statistiche nazionali.

Tabella II.5

(specie negli ultimi due anni) ha coinciso con un aumento della quota del paese sul reddito aggregato delle economie industriali avanzate. Mentre gli sviluppi in Europa sono stati sostanzialmente neutri, il cambiamento nella distribuzione del PIL mondiale in favore dei paesi asiatici emergenti con elevata propensione al risparmio ha in parte compensato il contributo negativo di Giappone e Stati Uniti. L'America latina ha fatto registrare variazioni relativamente modeste e rimane un'area a basso tasso di risparmio.

In conseguenza di tali andamenti, durante lo scorso decennio è aumentata la dipendenza degli Stati Uniti dal risparmio mondiale. I paesi emergenti dell'Asia sono divenuti in misura crescente esportatori di capitali, e forniscono ora un contributo al risparmio globale superiore a quello del Giappone.

... ma crescente contributo dei paesi asiatici emergenti

### *Prospettive a breve termine*

Basandosi sull'assunto che nel prossimo futuro gli Stati Uniti continuino a crescere più rapidamente di altri paesi industriali, la maggior parte degli analisti prevede oggi un ulteriore ampliamento del disavanzo corrente americano e un contestuale aumento del debito estero netto. Ciò solleva interrogativi sulla sostenibilità di una tale tendenza, nonché sugli aggiustamenti esterni e sulle variazioni di cambio che ne potrebbero derivare (Capitolo V). Tali sviluppi sarebbero per definizione accompagnati da variazioni nelle contropartite interne del disavanzo corrente.

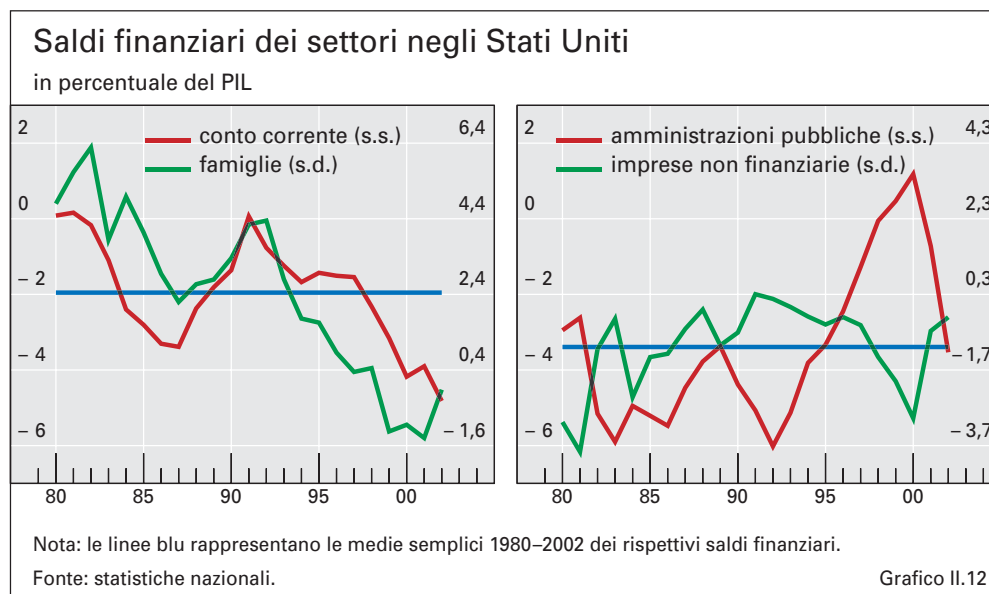
L'ampliarsi del deficit corrente USA dalla metà degli anni novanta ...

Come già notato, nel corso degli ultimi due anni sia le famiglie che le imprese non finanziarie USA sono riuscite a migliorare il proprio saldo finanziario. Quello delle amministrazioni pubbliche, per contro, si è deteriorato sensibilmente, e nel 2002 il disavanzo di bilancio corrispondeva a quasi i tre quarti del disavanzo esterno. In effetti, ricordando quanto avvenuto durante parte degli anni ottanta, allorché aumentavano in parallelo il saldo negativo del bilancio pubblico e quello dei conti con l'estero, alcuni osservatori hanno espresso timori per l'emergere di un problema di "deficit gemelli" negli Stati Uniti. Esso implica che, per ridurre il disavanzo esterno, occorrerebbe un miglioramento della posizione fiscale.

La dinamica del saggio di risparmio delle famiglie è ugualmente di importanza cruciale, in quanto influenza sia il conto corrente sia il saldo delle amministrazioni pubbliche. Ciò è stato evidente nella seconda metà degli anni ottanta, quando un sensibile aumento del risparmio delle famiglie aveva portato a una riduzione del deficit corrente americano, mentre il disavanzo strutturale del bilancio pubblico era rimasto pressoché invariato a livelli relativamente elevati. L'impressione che il risparmio (o il consumo) delle famiglie sia un fattore importante alla base dell'evoluzione del conto corrente degli Stati Uniti è ancora più marcata per gli anni novanta (grafico II.12). Fra il 1991 e il 2000 il saldo finanziario delle famiglie USA è arretrato di quasi 5 punti percentuali in rapporto al PIL. In risposta, il conto corrente è passato da una lieve eccedenza a un disavanzo pari al 4% del prodotto, mentre l'ampio deficit (-5%) del bilancio pubblico si è trasformato in un modesto avanzo (1%). Da allora la posizione finanziaria delle famiglie è leggermente migliorata, ma rimane sensibilmente al disotto della media di lungo periodo, mentre il deficit di parte corrente si è ancora ampliato.

... è dovuto in particolare al calo del risparmio delle famiglie





Un minore disavanzo del bilancio statunitense sarebbe utile per ridurre lo squilibrio del conto corrente, ma una decisa evoluzione in questa direzione appare improbabile alla luce degli sgravi di imposta recentemente attuati e di quelli proposti, nonché dei maggiori stanziamenti per la difesa e la sicurezza interna. Inoltre, la posizione delle imprese non finanziarie non si discosta molto dalla media degli ultimi vent'anni. A prima vista ciò sembrerebbe limitare il margine per un importante aggiustamento da parte di questo settore. Ad ogni modo, una contrazione degli investimenti delle imprese quale mezzo per correggere lo squilibrio corrente appare controproducente ai fini della futura crescita economica. Ne discende che, nel più lungo periodo, una riduzione duratura del deficit dei pagamenti correnti USA dovrà verosimilmente associarsi a un aumento della propensione al risparmio delle famiglie.

Negli ultimi cinque anni i crescenti disavanzi di parte corrente USA sono stati quasi esattamente "bilanciati" dall'ampliarsi della discrepanza del conto corrente mondiale e dall'accumulo di eccedenze correnti nelle economie emergenti, specie in Asia. Per converso, durante gli ultimi cinque anni le bilance correnti del Giappone e dell'area dell'euro non hanno mostrato variazioni di rilievo. La posizione esterna dell'area dell'euro è rimasta pressoché in equilibrio, pur facendo registrare un'eccedenza leggermente superiore nel 2002, in quanto il risparmio netto del settore privato ha più che compensato quello negativo del settore pubblico. Anche in Giappone l'avanzo corrente – decisamente più ampio che nell'area dell'euro – risulta alquanto stabile dalla metà degli anni novanta. Alla base di questa stabilità vi è un importante aggiustamento nel settore delle imprese – e in particolare minori investimenti – bilanciato da un forte calo del risparmio delle famiglie. Anche il disavanzo delle amministrazioni pubbliche si è ampliato considerevolmente nel corso degli anni novanta, per poi stabilizzarsi, in epoca recente, su livelli molto elevati.

Saldo corrente stabile nell'area dell'euro e in Giappone