

II. Gli andamenti nei paesi industriali avanzati

Aspetti salienti

Nel 1998 il tasso di crescita annuo nella maggior parte dei paesi industriali avanzati è aumentato, malgrado i crescenti effetti avversi derivanti dal propagarsi della crisi economica e finanziaria in Asia e in altri paesi emergenti. Vi sono state tuttavia ampie differenze fra i singoli paesi nella misura in cui la domanda interna è riuscita a compensare le minori esportazioni nette. Contrariamente alle diffuse previsioni di un rallentamento dell'attività economica, la crescita del PIL negli Stati Uniti ha eguagliato quella del 1997 ed è addirittura accelerata verso la fine dell'anno. Per contro, nell'area dell'euro la dinamica del prodotto ha perso notevolmente di slancio nel corso del 1998, mentre si è ulteriormente aggravata la recessione in Giappone, nonostante la politica fiscale e monetaria espansiva.

In un contesto di politiche accomodanti, bassa inflazione, favorevoli condizioni di finanziamento, mercati azionari in forte ascesa e una crescita relativamente sostenuta dell'occupazione, la spesa delle famiglie è stata la principale determinante dell'espansione della domanda interna nei paesi che lo scorso anno hanno fatto fronte con maggior successo agli shock esterni. In effetti, il tasso di risparmio delle famiglie è sceso in alcuni casi ai minimi storici. In questi paesi le favorevoli condizioni sui mercati finanziari e il netto miglioramento della quota dei profitti e degli indici di redditività hanno inoltre stimolato gli investimenti fissi delle imprese. Un ulteriore impulso alla spesa per investimenti, segnatamente in impianti e attrezzature, è provenuto dal costante declino del prezzo relativo dei beni strumentali e dalle crescenti pressioni internazionali a ridurre i costi e migliorare l'efficienza. Per contro, nei paesi in cui la crescita del prodotto è andata rallentando nell'arco del 1998, la spesa delle famiglie è generalmente risultata debole, e le imprese hanno avuto la tendenza a investire i profitti in attività finanziarie piuttosto che in beni reali.

Con una crescita effettiva del prodotto superiore al potenziale in un gran numero di paesi, nel 1998 i tassi di disoccupazione sono in generale diminuiti. Ciò nonostante, l'inflazione ha proseguito la tendenza al ribasso, di riflesso alla moderazione dei salari nominali, ai corsi cedenti delle materie prime e all'eccesso di capacità nei mercati mondiali dei beni. L'ampio e crescente scarto dal PIL potenziale (output gap) in Giappone ha suscitato timori di un calo generalizzato dei prezzi. Finora, tuttavia, sono emerse scarse indicazioni di una spirale deflazionistica, poiché sia il ritmo della disinflazione sia le aspettative di inflazione futura in Giappone sono rimasti stabili.

Lo scorso anno si sono osservati importanti cambiamenti nei saldi commerciali e correnti con l'estero. Malgrado le ridotte esportazioni verso gli altri paesi asiatici, l'eccedenza corrente del Giappone si è ampliata sensibilmente. Per converso, il vigore della domanda interna e l'apprezzamento del dollaro hanno

consentito agli Stati Uniti di assorbire metà dell'aumento dell'avanzo di parte corrente dell'Asia dal 1996. A causa dei proventi petroliferi decrescenti anche la bilancia corrente dei paesi esportatori di petrolio ha subito un consistente peggioramento, mentre è rimasto costante il saldo attivo aggregato dei paesi dell'area dell'euro.

Aggiustamenti e risposte di politica economica agli shock esterni

Con il procedere dell'anno la recessione e le turbolenze finanziarie nelle economie di mercato emergenti hanno influenzato in misura crescente gli andamenti economici nei paesi industriali avanzati. Tuttavia, l'impatto è stato percepito con intensità e attraverso canali alquanto diversi nei singoli paesi e settori, in risposta a fattori quali la natura dell'esposizione, la fase del ciclo economico interno, i movimenti del cambio e, non da ultimo, il tipo di risposta dato dalla politica economica.

Recessione
nelle economie
emergenti ...

In complesso, lo scorso anno i paesi industriali avanzati hanno visto migliorare le proprie ragioni di scambio. Tuttavia, le esportazioni nette sono diminuite, poiché è rallentata la crescita delle esportazioni reali, mentre i più bassi prezzi delle importazioni ne hanno mantenuto elevato il volume. Inoltre, anche laddove le variazioni nelle esportazioni nette e nelle ragioni di scambio hanno avuto un impatto neutro sul reddito e sull'attività economica globale, le scelte di politica economica sono state complicate dai forti spostamenti intervenuti a livello di settori. In particolare, i settori esposti alla concorrenza mondiale hanno dovuto far fronte sia a pressioni al ribasso sui prezzi che a una più debole domanda. Per converso, i minori prezzi all'importazione hanno avvantaggiato le famiglie e le imprese che operano nei mercati interni, generalmente meno competitivi. Queste disparità hanno trovato riflesso negli indicatori di fiducia. Le attese dei consumatori sono migliorate praticamente in tutti i paesi, mentre si è deteriorata la fiducia delle imprese. Il fenomeno è stato particolarmente evidente nella seconda metà del 1998, quando più forti sono risultati il rallentamento della domanda di esportazioni e la concorrenza dei prodotti importati a basso costo.

... trasmessa attra-
verso vari canali

In siffatto contesto la crescita del PIL nei singoli paesi è dipesa fortemente dalla misura in cui la dinamica della domanda interna è stata sufficientemente vigorosa da compensare il minore apporto del settore esterno. Nel complesso, il riorientamento dei flussi finanziari mondiali in favore dei paesi industriali avanzati, l'indirizzo accomodante o neutro delle politiche monetaria e fiscale e le condizioni di finanziamento generalmente favorevoli sono stati propizi a un'accelerazione della domanda. Tuttavia, a causa dei predetti spostamenti settoriali, la risposta positiva delle famiglie a questi andamenti ha rappresentato un fattore di sostegno determinante. Ciò è risultato evidente negli *Stati Uniti*, dove la spesa delle famiglie è stata particolarmente sostenuta, grazie all'impulso fornito dai consistenti guadagni in termini di occupazione e di salari, dai bassi tassi d'interesse e dai sensibili incrementi netti di ricchezza associati alla forte ascesa dei corsi azionari. Infatti, comprendendovi gli investimenti in abitazioni, la spesa del settore è aumentata di oltre il 5% e, per il secondo anno, il PIL è cresciuto di quasi il 4% (tabella II.1).

Ruolo determi-
nante della spesa
delle famiglie ...

Componenti della crescita del PIL in determinati paesi									
	1997	1998	1998 4° trim.	1997	1998	1998 4° trim.	1997	1998	1998 4° trim.
	variazioni percentuali annue								
	Stati Uniti			Giappone			Area dell'euro		
Domanda interna	4,3	5,3	5,6	0,0	-3,5	-3,1	1,9	3,3	3,0
Consumi	2,3	3,3	3,6	0,6	-0,6	0,0	0,9	1,8	2,1
Esportazioni nette	-0,4	-1,4	-1,4	1,4	0,6	0,1	0,7	-0,2	-0,6
PIL	3,9	3,9	4,3	1,4	-2,9	-3,0	2,5	3,0	2,4
	Canada			Australia			Nuova Zelanda		
Domanda interna	5,3	2,3	0,9	3,5	6,3	5,2	3,4	-0,1	0,0
Consumi	2,4	1,6	1,2	2,0	2,6	2,4	1,8	1,0	0,6
Esportazioni nette	-1,5	0,7	1,8	0,2	-1,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,8
PIL	3,8	3,0	2,8	3,7	4,9	4,7	3,0	-0,8	-0,8

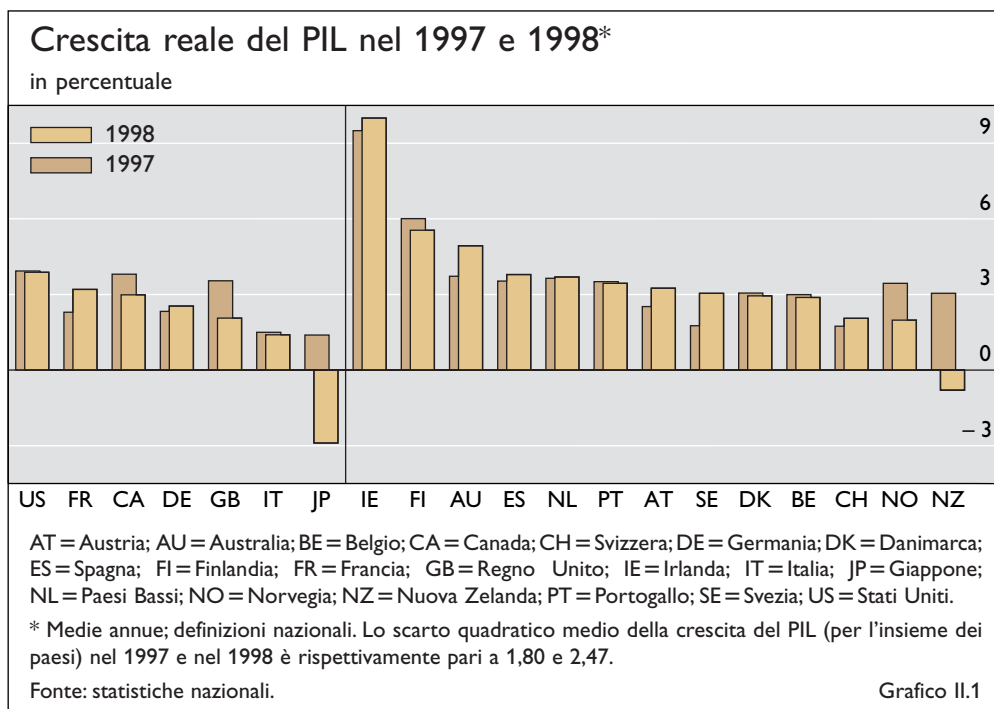
Fonti: Banca centrale europea; statistiche nazionali. Tabella II.1

... e risposte di politica economica

Data l'ampia quota delle materie prime sul totale delle loro esportazioni, gli altri paesi anglofoni riportati in tabella si sono trovati esposti a sfavorevoli movimenti nei prezzi relativi, nonché a shock commerciali. Tuttavia, principalmente per effetto delle diverse risposte di politica economica, i tre paesi hanno presentato andamenti alquanto differenziati. In *Australia* le autorità sono state maggiormente disposte a consentire che il deprezzamento del valore esterno della moneta attutisse l'impatto del deterioramento delle ragioni di scambio, e hanno anche abbassato i tassi d'interesse. Di conseguenza, l'espansione della domanda interna ha più che compensato il contributo negativo delle esportazioni nette e la crescita del PIL è salita a quasi il 5%. Anche in *Canada* si è permesso che il cambio attenuasse gli effetti delle perdite nelle ragioni di scambio. Tuttavia, quando tale deprezzamento è andato oltre il calo dei prezzi relativi all'esportazione ed è parso intaccare la fiducia, la politica monetaria è stata inasprita, e la crescita della domanda interna e del PIL è rallentata. Le autorità della *Nuova Zelanda*, temendo i potenziali effetti inflazionistici del deprezzamento della propria moneta indotto dalle ragioni di scambio, hanno inizialmente tentato di mantenere invariate le condizioni monetarie innalzando i tassi d'interesse. In parte a causa di ciò, il PIL è diminuito, per poi riprendersi soltanto quando la politica monetaria è stata allentata in risposta a un calo dell'inflazione e all'ampliarsi dell'output gap.

Andamenti differenti nell'area dell'euro ...

Nell'*area dell'euro* la sottrazione di domanda dovuta alle minori esportazioni si è intensificata in corso d'anno, poiché il rallentamento della crescita in vari paesi dell'Europa orientale ha acuito gli effetti della diminuita domanda di importazioni in Asia. Tuttavia, grazie alle favorevoli condizioni finanziarie e a un leggero allentamento della politica fiscale in alcuni paesi, la spesa delle famiglie si è accelerata e la crescita media del PIL su base annua è salita al 3%. Vi sono state tuttavia marcate differenze fra i singoli paesi (grafico II.1). La *Germania*, sotto l'impatto di una minore domanda di esportazioni, di un conseguente rallentamento degli investimenti in impianti e attrezzature e di una spesa delle famiglie relativamente debole, ha fatto registrare una crescita negativa del prodotto nell'ultimo scorcio del 1998. Anche in *Italia* la dinamica del prodotto ha perso di



slancio in seguito alla contrazione delle esportazioni, mentre i più bassi tassi d'interesse non sono riusciti a stimolare la domanda interna, anche perché essi tendono a ridurre il reddito delle famiglie. Per contro, la vigorosa spesa delle famiglie e il forte aumento dell'occupazione hanno mantenuto la crescita del prodotto vicina al potenziale sia in *Francia* che in *Spagna*. Le condizioni economiche sono state ancor più esuberanti negli altri paesi dell'area dell'euro, e sia in *Irlanda* che nei *Paesi Bassi* hanno cominciato a emergere squilibri e tensioni inflazionistiche.

Negli altri paesi europei, gran parte dei quali si trovava in una fase più avanzata del ciclo rispetto all'area dell'euro, nel 1998 la crescita si è mediamente ridotta. Il rallentamento è stato particolarmente marcato nel *Regno Unito* e in *Norvegia*, dove la forte esposizione al commercio estero e agli shock di prezzo esogeni, insieme all'inasprimento della politica monetaria, ha progressivamente inciso sulla dinamica della domanda interna e del prodotto. Anche la *Danimarca* ha registrato una crescita più lenta nel 1998, mentre in *Svezia* e *Svizzera* la spesa delle famiglie e la formazione di capitale sono state sufficientemente vigorose da compensare la minore domanda di esportazioni.

Gli andamenti in *Giappone* hanno seguito un profilo del tutto diverso. Essendo più esposto degli Stati Uniti e dell'Europa, il Giappone è stato uno dei primi paesi a risentire dell'impatto negativo della crisi nelle economie emergenti dell'Asia. Inoltre, data la blanda risposta della domanda del settore privato alla politica fiscale e monetaria espansiva, la recessione iniziata nei primi mesi del 1997 si è ancora aggravata. In effetti, sebbene le esportazioni verso le economie asiatiche emergenti si siano ridotte di quasi il 20%, il contributo fornito alla crescita del PIL dal settore estero è stato positivo, in quanto la contrazione della domanda interna ha depresso le importazioni in misura superiore al calo delle esportazioni.

... e rallentamento della crescita negli altri paesi europei

Aggravamento della recessione in Giappone

Interscambio mercantile e partite correnti

Rallentamento dell'interscambio mondiale e caduta dei prezzi

Lo scorso anno la crisi che ha investito l'Asia e altre economie di mercato emergenti ha inciso in misura significativa anche sul commercio mondiale e sulle bilance dei pagamenti. Per effetto della rallentata crescita economica a livello internazionale l'interscambio globale è salito di appena il 3½%, l'incremento percentuale più modesto dal 1991 (tabella II.2). Inoltre, l'indebolimento della domanda e il crescente eccesso di capacità hanno determinato un calo dei prezzi del commercio mondiale di circa il 3%, in termini di DSP, con un decremento pronunciato dei corsi delle materie prime. Dagli inizi degli anni sessanta questi ultimi sono scesi sensibilmente in rapporto ai prezzi alla produzione nei paesi industriali.

Miglioramento dei saldi correnti in Asia ...

La recessione in alcune economie asiatiche emergenti e in Giappone ha altresì determinato consistenti variazioni nei saldi di parte corrente. Dal 1996 l'eccedenza aggregata delle suddette regioni è cresciuta di quasi \$200 miliardi, circa il doppio dell'aumento dell'avanzo accumulato dai paesi esportatori di petrolio durante la fase di rialzo dei corsi petroliferi tra il 1978 e il 1980 (tabella II.3). Rispetto a tale episodio precedente i paesi industriali avanzati (escluso il Giappone) hanno assorbito sostanzialmente la medesima quota dell'aumento dell'eccedenza mondiale e l'America latina una percentuale leggermente superiore. Tuttavia, dal momento che negli ultimi due anni i proventi petroliferi hanno registrato una flessione, i più ampi disavanzi correnti dei paesi esportatori di petrolio hanno costituito la contropartita di circa un terzo dell'incremento dei saldi attivi asiatici.

... assorbito soprattutto dagli Stati Uniti ...

In aggiunta, la distribuzione dell'accresciuto deficit tra i paesi industriali ha subito modifiche consistenti rispetto al periodo 1978–1980. In generale, le variazioni nei saldi correnti a partire dal 1996 sono riconducibili agli andamenti difformi della domanda interna (grafico II.2) e ai movimenti di cambio. La crescita sostenuta della spesa interna e l'apprezzamento del dollaro hanno portato gli Stati Uniti ad assorbire circa la metà dell'aumento dei saldi attivi asiatici, in netto

Prezzi e interscambio mondiale				
	1990–95	1996	1997	1998
	variazioni percentuali annue			
Prodotto mondiale	2,9	4,3	4,2	2,5
Interscambio mondiale, volume	6,2	6,9	9,9	3,3
<i>Rapporto: interscambio/prodotto</i>	2,2	1,6	2,4	1,3
Esportazioni nette di beni				
Economie avanzate	0,3	-0,2	0,2	- 1,1
Economie emergenti	0,7	0,7	3,3	4,6
Prezzi dell'interscambio (in DSP)				
Manufatti	0,5	1,3	-2,8	- 0,1
Petrolio	-2,7	23,7	-0,2	-31,2
Materie prime non petrolifere	-0,9	3,3	2,0	-13,5
Ragioni di scambio				
Economie avanzate	0,5	-0,3	-0,3	1,3
Economie emergenti	-1,1	2,2	-0,7	- 6,4

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella II.2

contrasto con l'episodio precedente, in cui la dinamica relativamente lenta della domanda e l'indebolimento del cambio avevano rafforzato la bilancia corrente del paese. La rapida espansione della spesa, associata al deterioramento dei prezzi relativi, ha contribuito in misura rilevante anche al peggioramento osservato in Canada, Australia e Norvegia, paesi in cui le materie prime rappresentano una quota consistente del totale delle esportazioni. Viceversa, l'aumento dell'avanzo corrente giapponese è principalmente riconducibile alla caduta della domanda interna e al deprezzamento dello yen. L'attivo corrente aggregato dell'area dell'euro ha subito variazioni minime dal 1996, in quanto il miglioramento registrato in Francia e Germania – ascrivibile in larga misura al rafforzamento della posizione competitiva – ha più che controbilanciato il peggioramento osservato in altri paesi, segnatamente in Italia.

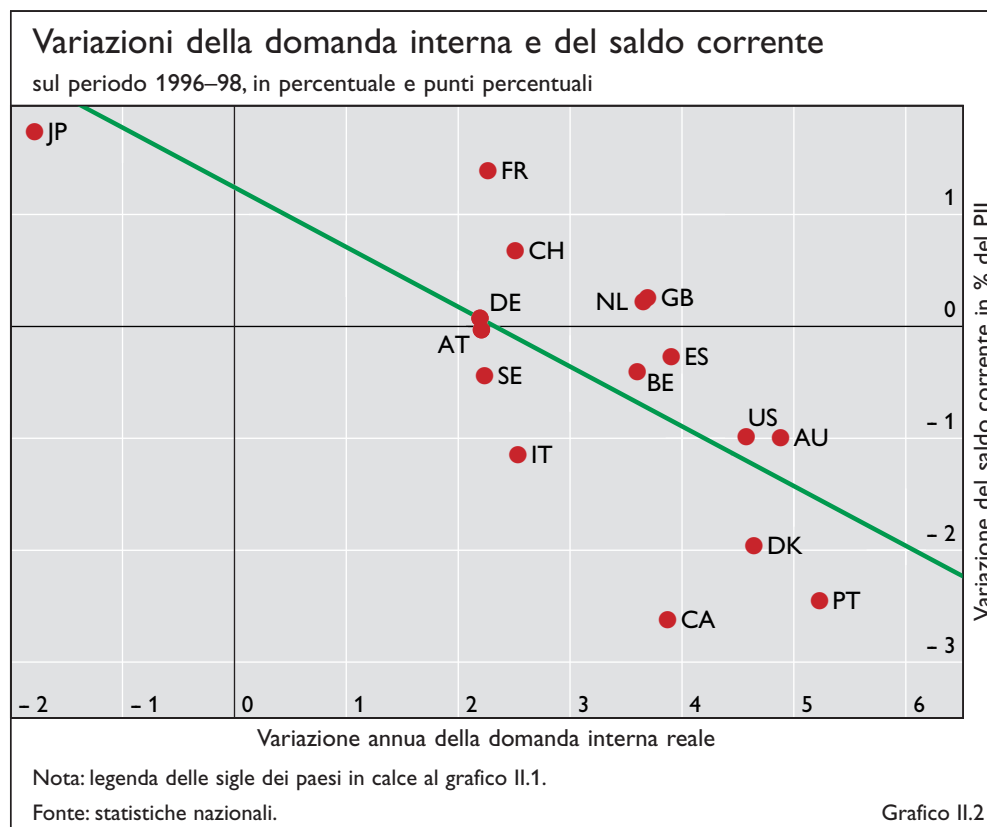
Date le pronunciate variazioni dei prezzi relativi del commercio mondiale e le differenze nelle posizioni cicliche, i movimenti dei saldi correnti forniscono un'immagine soltanto parziale dell'influenza esercitata dalla recessione asiatica e dalla rallentata dinamica dell'interscambio globale sui vari paesi e sui settori all'interno dei singoli paesi. Negli Stati Uniti, ad esempio, la netta decelerazione delle esportazioni – in particolare verso l'Asia – associata alla dinamica persistentemente elevata delle importazioni ha determinato un calo delle esportazioni nette equivalente all'1¼% del PIL negli ultimi due anni. Il miglioramento nelle ragioni di scambio ha tuttavia limitato a circa l'1% del PIL nominale il peggioramento della bilancia corrente. Analogamente, nel Regno Unito il contributo negativo delle esportazioni nette è stato molto superiore al calo dell'eccedenza corrente per il rafforzamento della sterlina (che ha contribuito a migliorare le ragioni di scambio malgrado il ribasso dei corsi petroliferi) e il miglioramento temporaneo della bilancia dei servizi. Per contro, Canada, Nuova Zelanda e Norvegia hanno registrato un deterioramento sostanziale dei propri saldi correnti, poiché le

... e dai paesi
esportatori di
materie prime

Esportazioni
nette e ragioni di
scambio

Variazioni del saldo corrente ¹			
	1978–80		1996–98
Paesi esportatori di petrolio	99	Paesi emergenti dell'Asia	136
Paesi industriali avanzati	-75	Giappone	54
Stati Uniti	17	Altri paesi industriali avanzati	-133
Giappone	-29	Stati Uniti	-99
Area dell'euro	-66	Area dell'euro	1
Germania	-22	Germania	2
Francia	-11	Francia	19
Italia	-16	Italia	-15
Spagna	-8	Spagna	-2
Regno Unito	5	Regno Unito	3
Altri ²	4	Altri ²	-31
Paesi emergenti non esportatori di petrolio	-33	Paesi esportatori di petrolio	-66
Paesi emergenti dell'Asia	-11	Paesi emergenti non esportatori di petrolio ³	-27
Africa	-1	Africa	-3
America latina	-14	America latina	-27

¹In miliardi di dollari USA. ²Australia, Canada, Norvegia e Nuova Zelanda. ³Esclusa l'Asia.
 Fonti: FMI, *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; statistiche nazionali. Tabella II.3

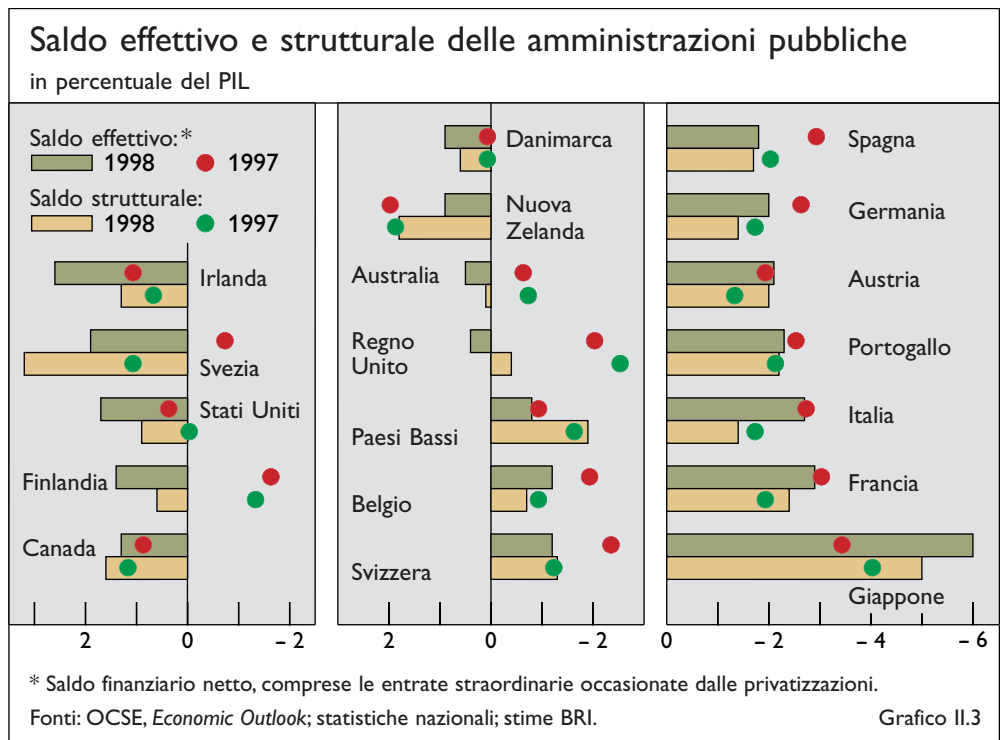


peggiorate ragioni di scambio hanno aggravato l'effetto negativo delle esportazioni nette. In gran parte dell'area dell'euro la crescita delle esportazioni nette ha perso slancio nel corso del 1998 ma gli effetti sulle partite correnti sono stati attenuati dai guadagni nelle ragioni di scambio intervenuti nonostante il deprezzamento delle monete europee rispetto al dollaro USA. Viceversa, in Giappone il contributo della crescita delle esportazioni nette è stato superiore al miglioramento del saldo corrente per la caduta delle ragioni di scambio.

Politica fiscale

Consistente
stimolo fiscale in
Giappone

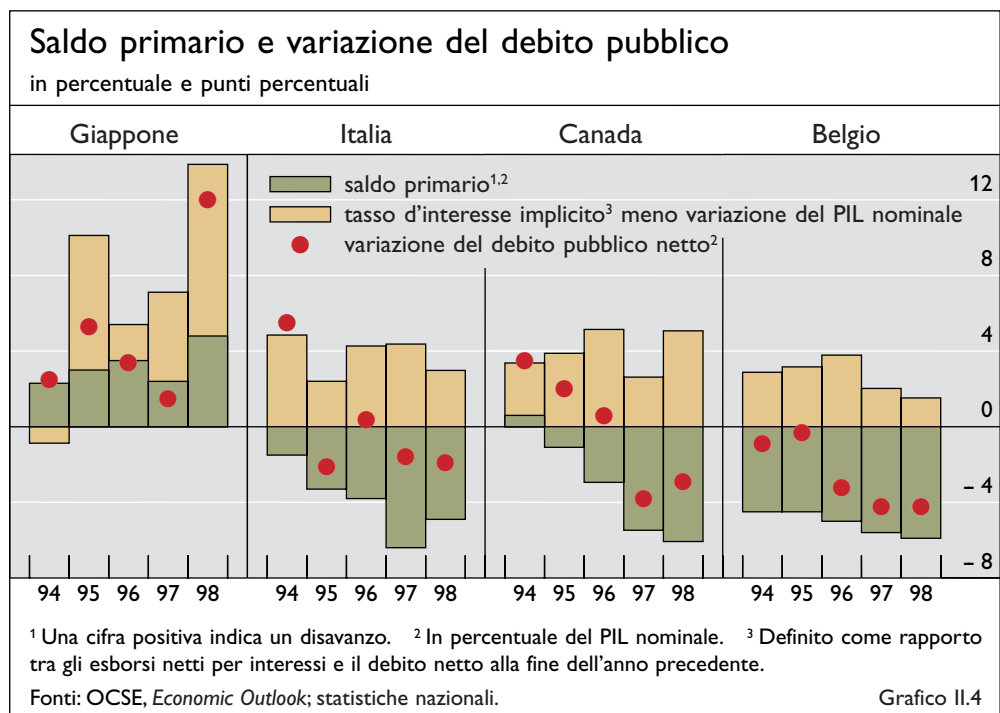
Nel 1998 lo sviluppo più rilevante in materia di politica fiscale è avvenuto in Giappone, con la sospensione della legge di riforma strutturale della finanza pubblica e la successiva adozione (in aprile e novembre) di misure concernenti le imposte, la spesa e il credito intese a stimolare la domanda interna. In aggiunta, le autorità nipponiche hanno introdotto un vasto programma con l'obiettivo di ricapitalizzare le banche, allentare la stretta creditizia e risanare il settore finanziario. Anche se il pacchetto relativo alla ricapitalizzazione verrà attuato soltanto quest'anno, gli effetti degli interventi sulla spesa e sul credito si sono fatti sentire già a partire dalla fine del 1998. Gli investimenti governativi hanno impedito al prodotto di flettere in misura ancora maggiore e le garanzie pubbliche sui prestiti hanno contribuito ad attenuare i vincoli finanziari sulle piccole e medie imprese e a rallentare il ritmo dei fallimenti. Gli effetti della spesa del settore statale sono stati tuttavia limitati dal rapido deterioramento della posizione finanziaria delle amministrazioni locali e dalla loro conseguente incapacità di finanziare la relativa quota di spesa nel programma di investimenti pubblici. Inoltre, gli stimoli non



sembrano avere rianimato l'economia privata: pertanto, l'aggravarsi della recessione, associato ai provvedimenti discrezionali di spesa, ha portato il disavanzo delle amministrazioni pubbliche al 6% del PIL nel 1998 (grafico II.3).

Per contro, le misure discrezionali e gli effetti congiunturali hanno concorso a migliorare i saldi di bilancio delle economie più progredite nel ciclo. Lo scorso anno gli Stati Uniti hanno registrato un'eccedenza pari all'1¼% del PIL rispetto al disavanzo del 4½% osservato nel 1992. Anche Regno Unito, Canada, Australia, Finlandia, Svezia e Irlanda hanno registrato miglioramenti consistenti: in rapporto

Attivi di bilancio in vari paesi ...



al PIL, l'attivo strutturale canadese è ora il più elevato del Gruppo dei Sette. Nel 1998 molti altri paesi, dopo aver raggiunto i propri obiettivi a breve termine di riequilibrio dei conti pubblici, hanno adottato un orientamento più neutrale, se non addirittura lievemente espansivo. In vari casi soltanto una parte delle entrate nette aggiuntive generate dal miglioramento della congiuntura è stata impiegata per rafforzare il bilancio strutturale. In altri paesi l'allentamento della politica fiscale è stato ancora più marcato. La Nuova Zelanda, ad esempio, ha registrato un attivo inferiore a quello del 1997, in quanto l'effetto degli stabilizzatori automatici si è sommato a un piccolo incremento della spesa discrezionale. In Francia, nei Paesi Bassi e in Austria gli stimoli fiscali sono stati leggermente intensificati e il disavanzo strutturale si è allargato nonostante l'accelerazione della crescita.

... e indici di indebitamento più bassi ...

Numerosi paesi hanno inoltre compiuto progressi nella riduzione del rapporto debito/PIL. Se si esclude il Giappone, i saldi primari sono positivi da due anni mentre gli esborsi netti per interessi sono diminuiti. Tali progressi sono stati tuttavia rallentati dal fatto che, data la minore inflazione e la lentezza con cui la spesa per interessi passivi si adegua alle variazioni dei rendimenti di mercato a lungo termine, l'attivo primario deve essere più consistente per ridurre l'incidenza del debito sul PIL. Ciò è apparso evidente in paesi quali l'Italia, il Canada e il Belgio, che hanno avviato un processo di consolidamento a partire da livelli di debito relativamente elevati. In Belgio, ad esempio, sebbene il saldo primario sia positivo dalla metà degli anni ottanta, il rapporto debito netto/PIL ha iniziato a flettere soltanto nel 1994 (grafico II.4). L'Italia ha registrato il suo primo attivo primario nel 1992, ma ha conseguito una riduzione sostenuta della quota di indebitamento solo cinque anni dopo. Anche in Canada il rapporto debito/PIL è in calo da due anni, a seguito del pronunciato inasprimento della politica di bilancio attuato alla metà degli anni novanta. Il Giappone, invece, sembra essere entrato in una fase di rapidissimo accumulo del debito con il massiccio aumento del passivo primario che alla fine del 1998 ha portato il rapporto debito netto/PIL a oltre il 30% e quello debito lordo/PIL al 100%, contro, rispettivamente, il 4 e il 60% di appena sei anni prima.

... tranne in Giappone

Altre componenti della domanda

Consumi delle famiglie generalmente sostenuti ...

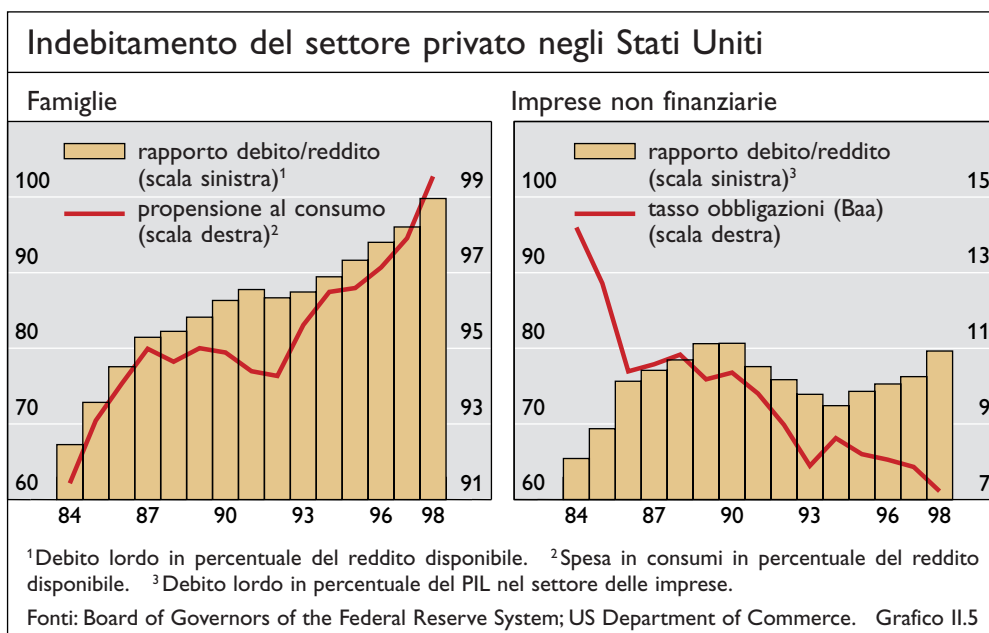
A posteriori, il 1998 sarà presumibilmente ricordato per gli shock finanziari ed esterni verificatisi nella seconda metà dell'anno. Giova tuttavia sottolineare come nei paesi che hanno meglio assorbito tali eventi la crescita sia stata alimentata soprattutto dai consumi privati. Anche nei casi in cui il PIL è calato o sensibilmente rallentato, la resilienza della spesa delle famiglie ha comunque contenuto l'indebolimento. Tale tendenza presenta tuttavia delle eccezioni. Dati i timori a riguardo delle future imposte e delle prospettive d'impiego, i consumatori giapponesi hanno risposto agli sgravi fiscali aumentando il risparmio precauzionale. Analogamente, in Germania e in Italia la debole dinamica dell'occupazione sembra aver frenato i consumi privati. Di fatto, una caratteristica generale dello scorso anno – particolarmente evidente in Francia e Spagna – è che la creazione di posti di lavoro ha agito nel senso di rafforzare i livelli di fiducia e di spesa delle famiglie.

Anche l'incremento della ricchezza ha contribuito ad accrescere la fiducia dei consumatori, inducendo le famiglie a indebitarsi maggiormente e/o realizzare plusvalenze patrimoniali, nonché a spendere in misura più che proporzionale all'aumento del reddito disponibile. Negli Stati Uniti, il crescente ricorso di famiglie e imprese ai mercati del credito per finanziare elevati livelli di consumo ha sollevato timori circa la sostenibilità di questi ultimi. L'indebitamento delle famiglie ha raggiunto un massimo assoluto e quello delle imprese è salito al livello più elevato dal 1990 (grafico II.5). Finora, bassi tassi d'interesse e scadenze più lunghe hanno mantenuto entro limiti gestibili i costi per il servizio di questo debito. In aggiunta, nel caso delle famiglie la progressione dell'indebitamento va inserita nel contesto di un'espansione ancora più sostenuta della ricchezza. Nondimeno, in questo settore il numero di fallimenti ha raggiunto un nuovo record. Con un saggio di risparmio che si aggira attorno allo zero e società che hanno utilizzato parte del debito addizionale per il riacquisto di azioni proprie, famiglie e imprese possono inoltre risultare più esposte a un rialzo dei tassi d'interesse, sebbene una quota elevata dell'indebitamento netto dello scorso anno fosse a tasso fisso.

... per l'aumento dell'occupazione e dei corsi azionari ...

Nel 1998 la realizzazione di guadagni di ricchezza ha incentivato i consumi privati anche in altri paesi, in alcuni dei quali iniziano a emergere spinte inflazionistiche e squilibri. In Irlanda un quinquennio di crescita annua superiore al 7%, associato al calo dei tassi ipotecari e alla forte espansione del credito, ha determinato pressioni da eccesso di domanda sul mercato degli immobili abitativi. Le quotazioni medie delle case a Dublino sono salite di circa l'80% negli ultimi due anni; tale aumento sembra aver intensificato le pressioni al rialzo sui salari nominali. Pressioni da domanda potrebbero altresì essere in atto nei Paesi Bassi, dove la realizzazione di plusvalenze patrimoniali su immobili e titoli azionari ha alimentato i consumi privati e dove il prodotto sembra superare il potenziale. Anche in Danimarca e Finlandia la spesa delle famiglie è stata elevata, in parte per l'effetto congiunto dei guadagni di ricchezza finanziaria e del rincaro delle abitazioni. Mentre in Danimarca i timori di possibili pressioni inflazionistiche

... nonché del valore delle abitazioni



Evoluzione del risparmio interno in determinati paesi										
	in percentuale del PIL									
	Stati Uniti		Giappone		Germania		Francia		Italia	
	1992*	1998	1991*	1998	1991*	1998	1993*	1998	1991*	1998
Risparmio nazionale	15,2	16,3	32,7	27,2	22,5	21,7	18,2	20,0	18,5	20,4
Risparmio pubblico	-1,1	4,4	9,4	1,5	1,3	0,7	-2,5	-0,2	-5,7	0,5
Risparmio privato	16,3	11,9	23,3	25,7	21,2	21,0	20,7	20,2	24,2	19,9
Famiglie	4,2	0,3	8,4	9,5	9,2	7,7	10,0	10,1	12,8	8,0
Imprese	12,1	11,6	14,9	16,2	12,0	13,3	10,7	10,1	11,4	11,9
	Regno Unito		Canada		Australia		Svezia		Svizzera	
	1993*	1998	1992*	1998	1992*	1998	1993*	1998	1993*	1998
Risparmio nazionale	14,3	18,1	14,3	18,0	17,2	19,8	11,2	16,6	28,8	30,2
Risparmio pubblico	-4,8	1,4	-4,8	3,7	-3,4	2,7	-7,6	4,4	-0,9	1,9
Risparmio privato	19,1	16,7	19,1	14,3	20,6	17,1	18,8	12,2	29,7	28,3
Famiglie	7,9	5,0	7,6	0,7	3,5	1,5	5,0	0,6	7,2	5,8
Imprese	11,2	11,7	11,5	13,6	17,1	15,6	13,8	11,6	22,5	22,5

* Anno di disavanzo massimo delle amministrazioni pubbliche, dopo il 1990; per il Giappone, anno di eccedenza massima; per la Germania, anno successivo alla riunificazione.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella II.4

hanno indotto le autorità a introdurre misure intese ad accrescere il risparmio delle famiglie e contenere l'aumento dei prezzi degli immobili per uso abitativo, in Finlandia sono emersi scarsi segni di surriscaldamento o di squilibri, sebbene l'output gap, che aveva raggiunto l'11% nel 1993, sia stato colmato. Un'eccezione a questa tendenza è rappresentata dal Regno Unito, dove la crescente incertezza sul futuro andamento dell'economia ha trattenuto le famiglie dallo spendere i propri cospicui incrementi di ricchezza.

Risparmio delle famiglie e consolidamento fiscale

La dinamica sostenuta dei consumi privati e la conseguente diminuzione della propensione media al risparmio potrebbero inoltre essere associate al riequilibrio dei conti pubblici e all'incremento del risparmio del settore statale. Negli Stati Uniti, ad esempio, il calo del risparmio delle famiglie a partire dal 1992 ha neutralizzato tre quarti dell'aumento del risparmio pubblico (tabella II.4). In Canada le famiglie hanno ridotto i propri risparmi in misura ancora maggiore, anche se nella seconda metà del 1998 la dinamica dei consumi e degli investimenti in abitazioni è rallentata. In presenza di un saggio di risparmio già basso e di un elevato rapporto debito/reddito, i consumatori canadesi paiono essere divenuti più restii a indebitarsi ulteriormente. Anche in Italia una parte cospicua dell'aumento del risparmio pubblico si è accompagnata a un minore risparmio delle famiglie, in quanto i consumatori hanno finanziato la spesa eccedente il modesto incremento del reddito riducendo le proprie disponibilità finanziarie. In altri paesi la risposta al consolidamento fiscale è stata più moderata e il maggiore risparmio del settore pubblico ha avuto pertanto effetti più pronunciati sul risparmio nazionale.

L'espansione degli investimenti delle imprese ...

Un'ulteriore caratteristica della congiuntura attuale è la forte crescita degli investimenti fissi delle imprese, segnatamente nei paesi più avanzati nel ciclo economico. Pur apportando un contributo diretto all'espansione della domanda inferiore a quello dei consumi, tali investimenti hanno concorso a prolungare il

Evoluzione recente degli investimenti fissi delle imprese e delle determinanti potenziali					
	Investimenti ¹	PIL ²	IOCR ³	Rendimento ⁴	Pk/W ⁵
Irlanda	43,1	30,7	6,8	15,4	90,4
Norvegia	40,6	13,4	1,4	7,5	95,5
Stati Uniti	35,3	10,0	2,3	18,7	85,2
Regno Unito	33,4	9,2	2,1	11,6	83,4
Finlandia	32,9	15,3	3,8	10,3	82,3
Canada	31,8	7,8	1,9	14,3	80,8
Australia	26,4	11,8	2,5	13,5	81,6
Danimarca	25,9	9,7	1,4	11,4	80,0
Paesi Bassi	24,1	9,3	2,2	18,6	89,5
Spagna	20,8	8,9	1,7	18,3	84,6
Svezia	15,8	7,1	1,8	12,3	79,0
Belgio	14,2	6,8	1,8	13,8	88,1
Svizzera	12,0	2,3	0,6	12,3	76,7
Francia	8,7	6,0	1,7	15,7	85,7
Italia	8,4	5,2	1,5	15,4	93,0
Germania	6,9	5,0	1,3	13,6	83,8
Giappone	5,6	8,1	0,5	13,6	86,1
<i>Per memoria</i> ⁶		0,72	0,63	-0,17	0,18

Nota: dati relativi al settore delle imprese, fatta eccezione per il PIL (intera economia).
¹Variazione percentuale cumulativa degli investimenti fissi reali tra il 1995 e il 1998. ²Variazione percentuale cumulativa del PIL reale tra il 1994 e il 1997. ³Rapporto incrementale prodotto/capitale, determinato dal tasso di variazione del valore aggiunto reale diviso per il rapporto investimenti/valore aggiunto (a prezzi costanti); media per il periodo 1994-98. ⁴Rendimento del capitale al lordo d'imposta nel 1996. ⁵Rapporto tra i prezzi dei beni d'investimento e i salari nel 1996; indice 1990 = 100. ⁶Correlazione bilaterale tra gli investimenti e il PIL, lo IOCR, il rendimento e il Pk/W.
 Fonti: OCSE, *Economic Outlook* e *Business Sector Data Base*; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella II.5

ciclo attuale in quanto livelli sostenuti di spesa in conto capitale riducono il rischio di strozzature di capacità produttiva e delle conseguenti spinte inflazionistiche. Di fatto, sebbene il ciclo statunitense appaia oggi come uno dei più lunghi del periodo postbellico, il tasso di utilizzo della capacità produttiva nell'industria di trasformazione registrato negli Stati Uniti alla fine dello scorso anno si collocava ben al disotto dei picchi precedenti. Per contro, in numerosi paesi dell'area dell'euro la spesa per investimenti ha avuto una dinamica piuttosto debole e – nonostante il rallentamento della crescita verso la fine del 1998 – i tassi di utilizzo della capacità sono rimasti relativamente elevati.

Condizioni di finanziamento vantaggiose, corsi azionari elevati e in crescita e un pronunciato incremento delle quote di profitto hanno contribuito in misura notevole a stimolare la spesa in conto capitale. Come già indicato, negli Stati Uniti il boom degli investimenti si è accompagnato a una decisa progressione dell'indebitamento delle imprese, ma anche altrove le favorevoli condizioni del credito e i profitti elevati hanno alimentato questa componente della domanda. Lo scorso anno in Svezia l'espansione degli investimenti delle imprese ha controbilanciato un calo delle esportazioni nette equivalente al 2% del PIL. La spesa in conto capitale delle imprese ha costituito un'importante fonte di crescita anche in Finlandia e in Spagna, in larga misura per effetto dei più elevati profitti e, nel caso spagnolo, del minore costo dei prestiti in seguito al riconoscimento

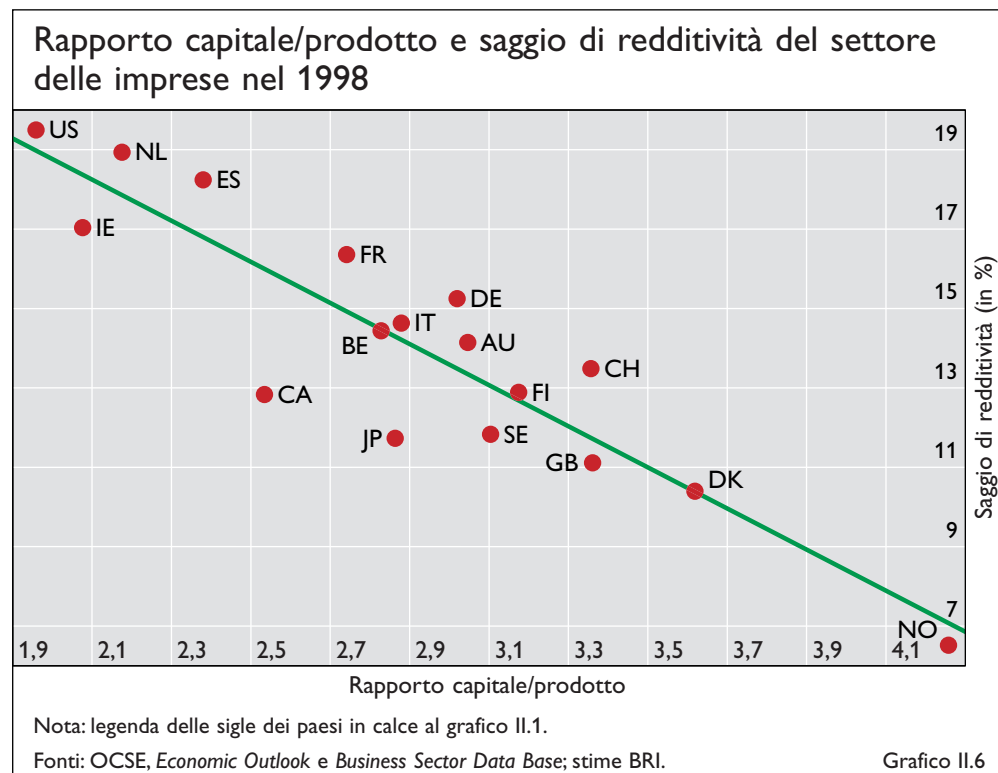
... e il suo contributo alla crescita globale ...

dell' idoneità per l'adesione alla UEM. Per contro, profitti negativi associati alle difficoltà di finanziamento e alle incertezze sulle prospettive dell'economia hanno indotto le imprese giapponesi a ridurre gli investimenti di oltre l'11%. Lo stock di capitale ha comunque continuato a crescere accentuando l'ampliamento dell'output gap indotto dalla domanda.

... riflettono
diversità nelle
aspettative ...

Sul profilo della spesa in conto capitale negli ultimi anni sembrano avere influito soprattutto le diverse aspettative delle imprese circa la futura dinamica dell'economia, in generale ascrivibili alle differenze nei tassi di crescita passati e nell'evoluzione recente del prodotto per unità di capitale investito (tabella II.5). In aggiunta, i paesi con indici capitale/prodotto relativamente modesti – come gli Stati Uniti, i Paesi Bassi, l'Irlanda e la Spagna – sembrano avere ottenuto rendimenti maggiori che hanno alimentato gli investimenti (grafico II.6). Per contro, in Giappone e Norvegia gli elevati coefficienti di capitale e i conseguenti bassi rendimenti possono essere indicativi di un eccesso di investimenti in passato e quindi di capacità che scoraggia ulteriori spese in conto capitale. Un ulteriore fattore è rappresentato dal calo dei prezzi relativi dei beni strumentali – in particolare di macchinari e attrezzature – associato alle crescenti pressioni sui costi per unità di prodotto, che ha indotto le imprese a sostituire la manodopera con capitale per aumentare la produttività del lavoro. Tali pressioni paiono essere state un fattore determinante dell'andamento recente degli investimenti in Germania e in Svizzera. Inoltre, alla luce della moderata dinamica salariale, negli Stati Uniti la spesa in conto capitale è stata inaspettatamente elevata rispetto alla crescita del prodotto, a indicare che le imprese hanno incrementato gli acquisti di beni strumentali in previsione di potenziali strozzature nell'offerta di manodopera e pressioni salariali. Tale comportamento preventivo sembra concorrere a spiegare il minore utilizzo della capacità evidenziato sopra.

... e nei rendimenti
prospettici



Sviluppi sui mercati del lavoro

Disoccupazione

Lo scorso anno la situazione sul mercato del lavoro è in generale migliorata (grafico II.7). Negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nei Paesi Bassi i tassi di disoccupazione sono ancora calati rispetto a livelli già bassi. Ciò nonostante, si sono avute solo sporadiche indicazioni di carenze di manodopera e modeste pressioni al rialzo sui salari. La quota dei disoccupati si è ridotta sensibilmente anche in molte altre economie europee minori, in Canada e in Australia. Per contro, le condizioni del mercato del lavoro si sono deteriorate in Giappone e in Nuova Zelanda. In effetti, il tasso di disoccupazione ufficiale in Giappone supera ora, per la prima volta dalla fine della guerra, quello degli Stati Uniti.

Calo ciclico della disoccupazione ...

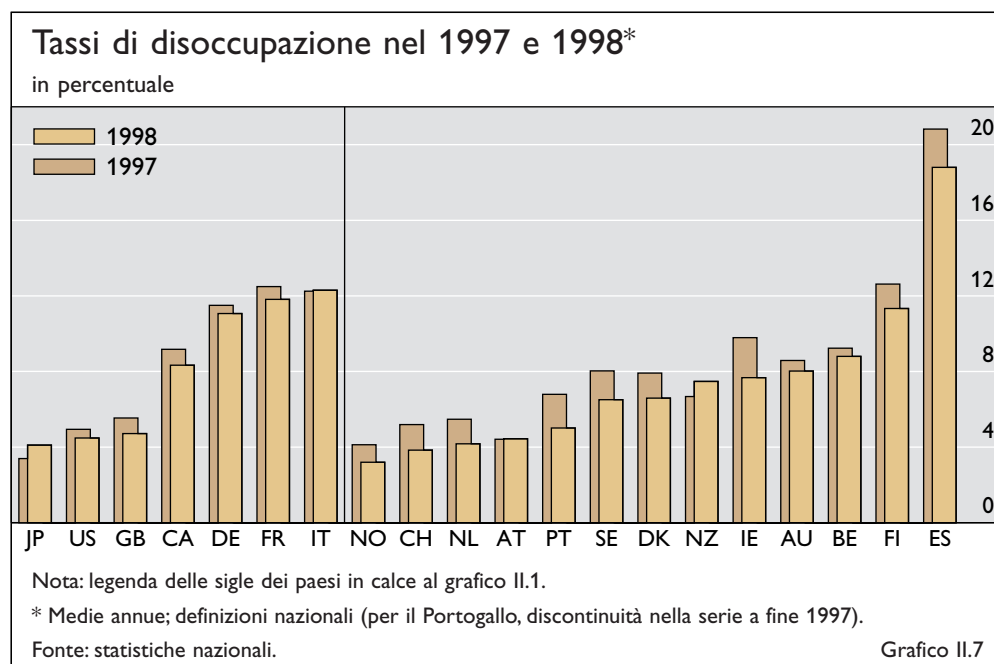
Questi andamenti divergenti rispecchiano in notevole misura le diverse condizioni cicliche. Quasi tutti i paesi con una crescita economica superiore al tasso tendenziale hanno fatto segnare una flessione della disoccupazione, e quelli con i più rapidi ritmi di sviluppo hanno generalmente conseguito i cali maggiori. Analogamente, l'aumento della disoccupazione in Giappone e in Nuova Zelanda è principalmente il riflesso della fase recessiva della produzione.

Alcune divergenze paiono tuttavia riconducibili anche alla diversa misura in cui i paesi hanno realizzato progressi nel ridurre la disoccupazione strutturale. Tali progressi sono stati particolarmente notevoli in Irlanda, Danimarca, Paesi Bassi e Regno Unito, che negli anni recenti hanno attuato riforme sostanziali del mercato del lavoro. Anche la Spagna ha realizzato importanti riforme, specie nelle aree della tutela dell'impiego e delle indennità di disoccupazione. Ciò nonostante, le stime della disoccupazione strutturale in Spagna, pur essendo calate rispetto ad alcuni anni orsono, si situano ancora al di sopra del 15%.

... e miglioramenti strutturali in alcuni paesi ...

Negli altri paesi la disoccupazione strutturale è rimasta ostinatamente elevata o è addirittura cresciuta. In Germania e Francia, ad esempio, le stime

... ma non in altri



superano generalmente il 10% e l'incidenza della disoccupazione effettiva è salita oltre i valori del 1995, benché l'output gap risulti pressoché invariato o – nel caso della Francia – addirittura diminuito. Sebbene i consistenti progressi in termini di occupazione realizzati lo scorso anno in Francia siano in certa misura dovuti all'impatto di riforme strutturali volte ad accrescere le opportunità di impiego delle donne e dei giovani, specie nel settore terziario, tali riforme hanno anche avuto la tendenza ad aumentare i tassi di partecipazione, attenuando così gli effetti sulla disoccupazione rilevata. La Germania ha parimenti adottato misure per migliorare la flessibilità del mercato del lavoro. Tuttavia finora tali iniziative paiono aver stimolato la crescita della produttività piuttosto che la creazione di nuovi impieghi. In tale contesto l'atteggiamento negoziale più aggressivo dei sindacati tedeschi rischia di far aumentare la disoccupazione sia effettiva che strutturale.

Produttività del lavoro

Divergenze nella crescita della produttività ...

Anche nell'area della produttività del lavoro lo scorso anno si sono osservati andamenti alquanto difforni. In Australia e Germania la crescita della produttività nel settore delle imprese ha superato il 2½%, risultando soltanto di poco inferiore al valore registrato negli Stati Uniti, in Finlandia e in Francia (tabella II.6).

Determinanti della crescita della produttività nel settore imprese						
	PIL per occupato				Rapporto stock di capitale/occupazione	
	Effettivo 1998	Attribuibile a: ¹			anni '80	anni '90
		ciclo	trend ²	residuo		
variazioni percentuali annue						
Australia	3,3	0,5	1,8 (1,1)	1,0	2,1	1,5
Germania	2,8	0,2	3,1 (1,8)	-0,5	2,2	3,6
Stati Uniti	2,3	0,3	1,1 (1,3)	0,9	1,2	1,9
Finlandia	2,1	0,0	3,7 (3,8)	-1,6	3,6	1,8
Francia	2,0	0,3	1,9 (2,5)	-0,2	2,6	2,5
Irlanda	1,8	-0,3	3,2 (4,1)	-1,1	3,4	-0,4
Svezia	1,6	0,1	2,6 (1,7)	-1,1	2,4	3,7
Belgio	1,5	0,1	1,8 (1,6)	-0,4	2,8	2,7
Italia	1,4	-0,2	2,3 (2,4)	-0,7	2,2	3,1
Svizzera	0,9	0,1	0,6 (0,3)	0,2	0,9	2,8
Danimarca	0,7	0,4	2,3 (1,7)	-2,0	2,7	2,1
Paesi Bassi	0,7	0,3	1,4 (1,4)	-1,0	1,1	1,2
Regno Unito	0,6	-1,1	1,0 (2,1)	0,7	1,6	1,3
Norvegia	0,5	-0,1	2,0 (1,4)	-1,4	2,9	0,7
Canada	0,1	-0,5	0,7 (1,6)	-0,1	5,5	3,6
Giappone	-2,4	-4,3	2,2 (2,6)	-0,3	4,4	3,7

¹La scomposizione della crescita della produttività nelle tre determinanti è derivata da un modello dinamico della domanda di lavoro stimato sul periodo 1980–1998. Il modello pone in relazione la crescita della produttività con la crescita del PIL e un termine di correzione dell'errore definito dal livello della produttività nell'anno precedente meno il livello di trend. Quest'ultimo è stimato mediante una funzione spline con discontinuità nel 1990. ²Il tasso stimato di crescita della produttività per gli anni ottanta è indicato fra parentesi.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella II.6

La produttività è aumentata solo in misura modesta in molti altri paesi ed è fortemente diminuita in Giappone.

La produttività del lavoro, così come la disoccupazione, è influenzata da fattori sia ciclici che strutturali. Nel più lungo periodo la sua crescita è principalmente determinata da sviluppi agenti dal lato dell'offerta, quali le variazioni nella dotazione di capitale fisico per occupato, le competenze professionali incorporate nella forza lavoro del paese, l'invenzione di nuove tecnologie e il loro impiego sul posto di lavoro. A breve termine, tuttavia, la produttività ricalca la dinamica del ciclo economico, data la tendenza dei datori di lavoro ad aggiustare solo lentamente l'organico alle variazioni dei livelli produttivi. Questa influenza ciclica spiega gran parte del forte calo di produttività che ha accompagnato l'aggravarsi della recessione in Giappone lo scorso anno. La maggior parte degli altri paesi si trovava invece in una fase di espansione relativamente matura, durante la quale i fattori ciclici tendono ad avere scarsa importanza.

Di conseguenza, nel determinare l'andamento della produttività hanno avuto un ruolo preminente i trends di più lungo periodo. In Germania, ad esempio, si stima che la crescita tendenziale della produttività sia attualmente superiore al 3%, rispetto al 2% circa degli anni ottanta. Gran parte del miglioramento rispecchia un significativo incremento del rapporto capitale/lavoro, dovuto al fatto che le imprese hanno sostituito lavoro con capitale in risposta all'aumento del prezzo relativo della manodopera e alle più intense pressioni concorrenziali. Il tasso tendenziale pare essere salito anche in Australia, Danimarca, Norvegia e Svezia ed è rimasto elevato in Finlandia e Irlanda, nonostante l'intensità di capitale sia aumentata più lentamente.

D'altra parte, la crescita tendenziale della produttività sembra essersi ridotta in Canada, di riflesso a un minore – sebbene ancora relativamente elevato – tasso di accumulazione del capitale. Il trend stimato è diminuito anche nel Regno Unito ed è rimasto alquanto basso in Svizzera. Negli Stati Uniti il valore tendenziale stimato per l'insieme degli anni novanta risulta analogo a quello del decennio precedente. Tuttavia, in questo paese si è potuta osservare di recente un'accelerazione della crescita della produttività che non è chiaramente attribuibile né a fattori ciclici né a tendenze di lungo periodo. Anche se tale accelerazione è in parte il risultato di modifiche nella misurazione dell'inflazione, essa potrebbe altresì segnalare cambiamenti più fondamentali. Ad esempio, il rapido ritmo degli investimenti negli Stati Uniti ha aumentato l'intensità di capitale, nonostante il continuo forte incremento dell'occupazione. Inoltre, viene talora fatto osservare che i recenti investimenti ad alta tecnologia potrebbero aver avuto effetti particolarmente intensi, dato il loro elevato contenuto di progresso tecnico. Tuttavia, anche se negli ultimi anni l'apparecchiatura informatica è stata una componente primaria della spesa in investimenti, essa rappresenta ancora il 2% soltanto dello stock netto di capitale non comprensivo delle abitazioni. Pertanto, pur avendo un rendimento superiore a quello degli altri tipi di attrezzature, questi investimenti hanno esercitato finora un effetto relativamente modesto sulla produttività aggregata. Nondimeno, la loro incidenza sta aumentando e l'apparecchiatura informatica potrebbe divenire un importante fattore di espansione della produttività negli anni a venire.

... di riflesso agli andamenti ciclici ...

... e a tendenze di più lungo periodo

Influsso della maggiore intensità di capitale ...

... e degli investimenti ad alta tecnologia

Evoluzione recente dell'inflazione dei salari e dei prezzi

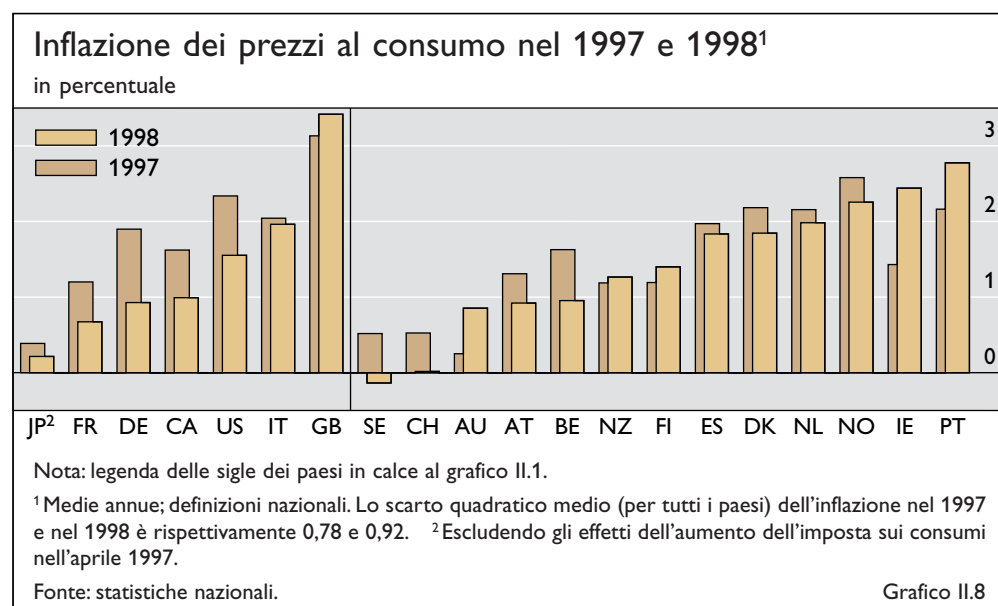
Ulteriore rallentamento dell'inflazione dovuto alla moderazione salariale ...

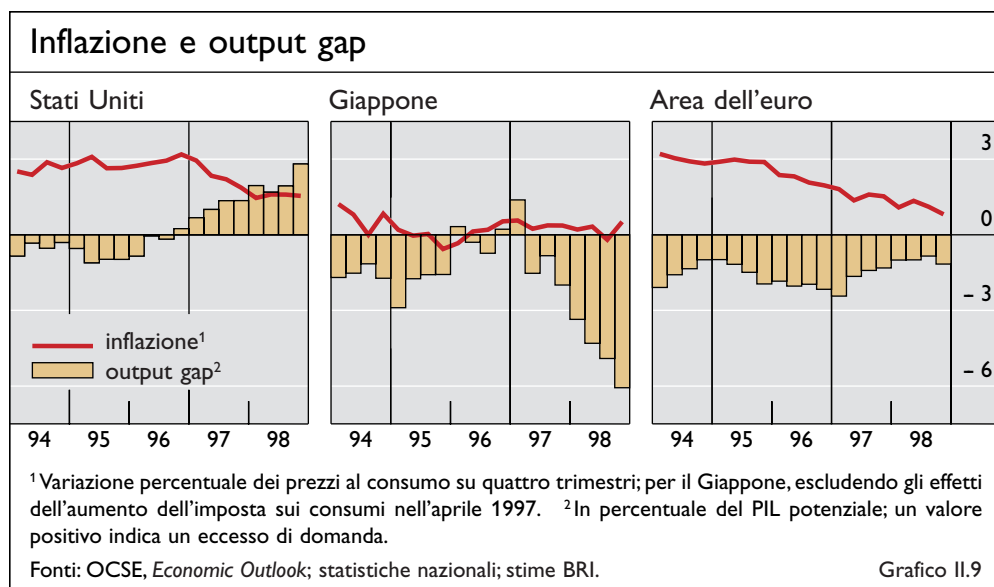
Gli sviluppi dal lato dell'economia reale nel 1998 si sono accompagnati al proseguimento del processo disinflazionistico osservato negli ultimi anni (grafico II.8). In parte ciò è dovuto all'ulteriore moderazione dei costi unitari del lavoro. La crescita delle retribuzioni nominali ha continuato a rallentare nell'insieme dell'area dell'euro, mentre le modeste spinte salariali emerse negli Stati Uniti sono state controbilanciate da forti guadagni di produttività. Inoltre, sebbene nella maggior parte dei paesi sia diminuito l'output gap negativo o aumentato quello positivo, si è generalmente ridotto il margine dei prezzi sui costi unitari del lavoro, per effetto sia del minore costo degli inputs extralavoro a mercato internazionale, sia della più intensa concorrenza e del crescente eccesso di capacità sui mercati mondiali dei prodotti (grafico II.9).

... ai prezzi calanti delle materie prime ...

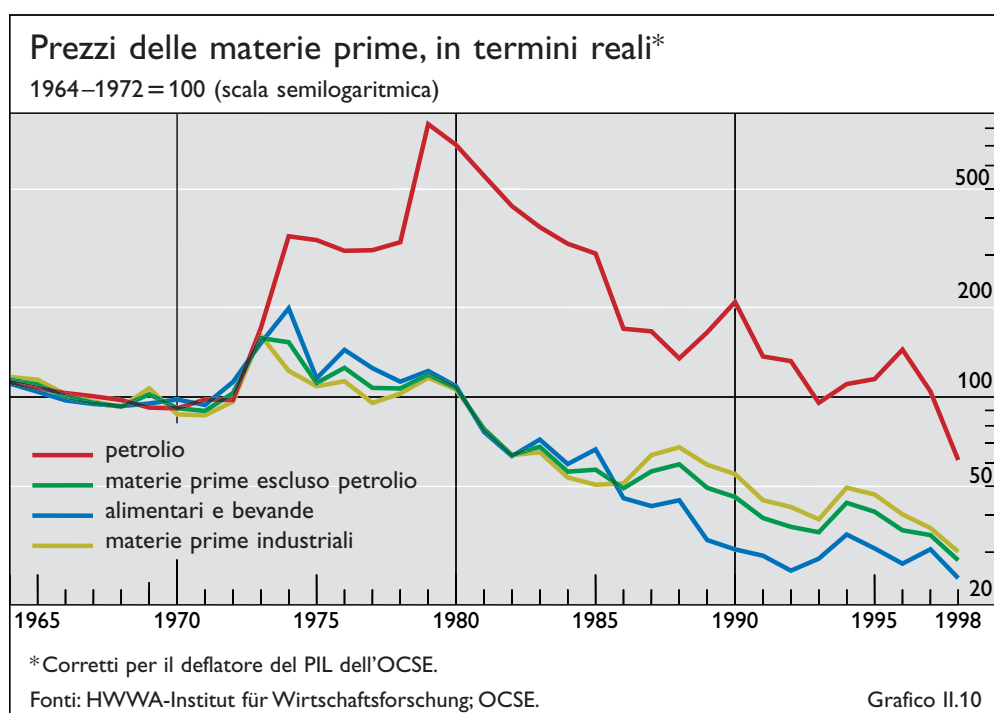
Un importante fattore che ha compresso i costi extralavoro è stato l'andamento cedente dei prezzi delle materie prime (grafico II.10). Il calo è stato particolarmente pronunciato per le quotazioni del petrolio greggio, che alla fine del 1998 risultavano inferiori di oltre il 60% in termini reali rispetto al picco del 1996. In ampia misura questa debolezza va attribuita alla recessione nelle economie emergenti dell'Asia, che avevano contribuito per circa due terzi all'aumento del consumo di petrolio nei precedenti quattro anni. Tuttavia, i prezzi del greggio sono stati depressi anche dall'inverno eccezionalmente mite dello scorso anno, dall'esuberanza delle scorte e dall'aumento dell'offerta mondiale di petrolio. A seguito di un accordo fra i principali paesi esportatori inteso a ridurre le forniture nell'anno in corso, i prezzi sono risaliti di quasi il 50% rispetto al punto di minimo. Data la pressante esigenza di molti paesi esportatori di petrolio di aumentare le proprie entrate per far fronte ai crescenti disavanzi di bilancio, vi possono essere dubbi circa la possibilità di tenuta di tale accordo. Ciò nonostante, al momento attuale gli osservatori del mercato prevedono che il rincaro non sarà puramente transitorio.

La debolezza della domanda mondiale e l'offerta crescente si sono tradotte in consistenti cali di prezzo anche per un ampio ventaglio di altri prodotti





primari. I corsi delle derrate alimentari mostrano da lungo tempo un profilo decrescente, che lo scorso anno si è accentuato per effetto di incrementi della produzione legati a fattori climatici. Inoltre, l'arretramento dei prezzi delle materie prime agricole rispetto ai massimi del 1995 è stato ulteriormente favorito dalla recessione in Asia e dalla maggiore offerta indotta dal progresso tecnico, dall'ampliarsi della produzione privatizzata e dai più alti prezzi presenti nella prima parte del decennio. I medesimi fattori hanno parimenti depresso i corsi delle materie prime industriali, sebbene l'entità del calo registrato nel 1998, specie per i metalli di base, sia probabilmente anche riconducibile ai tentativi dei produttori di compensare i minori introiti espandendo la produzione e riducendo i margini, in alcuni casi fino al punto in cui i prezzi di vendita non



coprivano più i costi. Più in generale, poiché i prezzi della maggior parte delle materie prime sono espressi in dollari USA, il rafforzamento della moneta americana a partire dal 1995 ha tendenzialmente intensificato le pressioni al ribasso sulle quotazioni.

... e all'eccedenza mondiale di capacità

La debolezza della domanda globale ha inoltre comportato un sostanziale eccesso di capacità nel caso di molti prodotti intermedi e finali. Lo squilibrio fra domanda e offerta ha favorito la tendenza disinflazionistica nei paesi industriali, sia riducendo il prezzo dei beni importati, sia intensificando le pressioni concorrenziali sui beni prodotti all'interno. In effetti, i prezzi alla produzione dei manufatti nell'area del G10 sono diminuiti di circa il 2% rispetto a un anno prima, e in molti paesi sono parimenti calati i prezzi al consumo. Anche la dinamica dei prezzi dei servizi è andata rallentando nel corso dell'anno, di riflesso alla summenzionata moderazione dei salari nominali e, in vari paesi, per effetto della liberalizzazione e privatizzazione di servizi in precedenza forniti dal settore pubblico.

Forze disinflazionistiche negli Stati Uniti ...

Negli Stati Uniti, dove la progressione dei prezzi al consumo è scesa intorno all'1½% nel 1998, nonostante un ulteriore aumento del prodotto rispetto al potenziale stimato, gli effetti disinflazionistici del minore costo degli inputs extralavoro e dell'eccesso di capacità a livello mondiale sono stati rafforzati da due altri fattori. In primo luogo, il valore esterno del dollaro è rimasto relativamente alto per gran parte dell'anno, contribuendo a raffrenare gli aumenti di prezzo sia dei prodotti importati sia di quelli interni sostituibili con importazioni. In secondo luogo, l'elevato livello degli investimenti delle imprese statunitensi durante gli ultimi anni si manifesta ora sotto forma di tassi di utilizzo della capacità produttiva inferiori alla media, i quali tendono a potenziare l'impatto dell'accresciuta concorrenza internazionale sui prezzi interni determinando una sensibile compressione dei margini di profitto.

... e andamenti disparati in Europa

Sebbene gli andamenti generali sopra descritti abbiano determinato un calo dell'inflazione nell'insieme dell'Europa, vi sono state tuttavia importanti differenze fra i singoli paesi. Ad esempio, lo scorso anno l'inflazione è salita in Irlanda e Portogallo, a causa del rapido ritmo di crescita del prodotto e – in Irlanda – dell'accelerazione dei costi unitari del lavoro. Nei Paesi Bassi, benché l'inflazione si sia ulteriormente ridotta, il tasso di disoccupazione è sceso a solo il 3,8% (livello fra i più bassi nell'area dell'euro) e le pressioni sui costi salariali si stanno intensificando. Per contro, la moderazione dei salari nominali e i cospicui guadagni di produttività hanno consentito alle imprese francesi e tedesche di limitare l'aumento dei costi unitari del lavoro e di preservare così la loro competitività internazionale, malgrado l'apprezzamento delle rispettive valute in termini nominali effettivi. Anche in Spagna, Finlandia e Belgio l'ulteriore moderazione delle retribuzioni nominali ha concorso a smorzare le spinte sui prezzi pur in presenza di una crescita relativamente importante dell'occupazione. In Svezia e in Svizzera i prezzi al consumo sono calati o si sono mantenuti pressoché costanti.

Pressioni al ribasso sui prezzi in Giappone

In Giappone l'acuirsi della recessione e il crescente output gap hanno indotto taluni osservatori a prevedere l'avvio di gravi pressioni al ribasso sui prezzi. Finora, tuttavia, paiono esservi scarse indicazioni dell'inizio di una spirale deflattiva in cui la spesa si contrae nell'aspettativa di prezzi decrescenti.

Considerato isolatamente, il marcato aumento del saggio di risparmio potrebbe essere interpretato come il sintomo di un processo siffatto. Tuttavia, se da un lato lo scorso anno i salari nominali e i prezzi all'ingrosso sono diminuiti, i costi unitari del lavoro hanno segnato un aumento e i prezzi al consumo sono rimasti all'incirca invariati. Fatto più importante, in Giappone è rilevabile un elevato grado di inerzia inflazionistica. Secondo quanto risulta da inchieste condotte presso famiglie e imprese, la maggior parte degli intervistati prevede futuri rincari, nonostante che i prezzi effettivi siano stazionari o addirittura calanti. Inoltre, malgrado il forte ampliamento dell'output gap, il tasso d'inflazione dei prezzi al consumo si è modificato solo di poco, mentre le correlazioni storiche avrebbero implicato un suo forte e continuo abbassamento.

Evidenza di rigidità nominali

Il quadro economico degli anni più recenti ha indotto a chiedersi se la natura del processo inflazionistico sia ora diversa da quella osservata nei decenni precedenti. Uno dei timori è che i salari nominali possano essere rigidi verso il basso poiché i lavoratori considerano iniqua una loro riduzione, anche se sarebbero disposti ad accettare un'analogo diminuzione del salario reale causata dall'inflazione. Se tale resistenza alla riduzione dei livelli salariali nominali è prevalente, le imprese potrebbero avere maggiori difficoltà ad aggiustare verso il basso le retribuzioni reali in un contesto di bassa inflazione e sarebbero quindi forzate a fare maggiore ricorso a tagli occupazionali in risposta a una contrazione della domanda o a un'evoluzione sfavorevole della produttività. Se da un lato ciò potrebbe accrescere il rischio che i livelli di disoccupazione siano in certa misura più elevati in un contesto di bassa inflazione, dall'altro il recente calo della disoccupazione e la mancanza di prove empiriche convincenti dell'importanza delle rigidità suddette indicherebbero che tale rischio non va sopravvalutato.

Un altro, e forse più serio motivo di preoccupazione è che le rigidità nominali presenti nei mercati del lavoro e dei beni possano far sì che l'inerzia generale dei salari e dei prezzi diventi più pronunciata a bassi livelli d'inflazione. Se così fosse, le variazioni del reddito nominale indotte dalla politica economica o da altri fattori avrebbero un impatto maggiore sul prodotto reale che nei periodi di alta inflazione. Spesso si presume che tali rigidità nominali derivino dalla riluttanza delle imprese a modificare salari e prezzi nominali, dati i costi associati alla rinegoziazione dei contratti e alla correzione dei listini. E, in presenza di un'inflazione corrente e attesa in calo, questi costi sopravanzerebbero in misura crescente i vantaggi di un più frequente aggiustamento dei prezzi.

Alcuni recenti sviluppi sui mercati del lavoro e dei prodotti ben si accordano con queste ipotesi. Negli Stati Uniti, ad esempio, i nuovi contratti collettivi di lavoro hanno avuto la tendenza a durare più a lungo, in alcuni casi fino a sei anni. È inoltre fortemente diminuita la presenza di clausole di adeguamento automatico al costo della vita nei contratti collettivi del settore privato, mentre in Europa è praticamente scomparsa l'indicizzazione dei salari. Per quanto riguarda il mercato dei beni, un crescente numero di grandi produttori ha chiesto e ottenuto garanzie di prezzo a lungo termine dai propri fornitori, il che potrebbe limitare la capacità di questi ultimi di traslare gli aumenti dei costi di produzione. Per converso, la diffusione di talune nuove tecnologie, come i

La bassa inflazione potrebbe accentuare le rigidità nominali ...

... a causa dei meno frequenti aggiustamenti di prezzo ...

... e della maggiore durata dei contratti

“price scanners”, i cataloghi Internet e più perfezionati programmi di contabilizzazione degli stipendi, potrebbe agire nella direzione opposta, facilitando aggiustamenti anche minimi dei salari e dei prezzi. Si aggiunga che le istituzioni e le aspettative, così come la nozione di equità, possono adeguarsi a un contesto di bassa inflazione, specie se vi è un impegno credibile in tale senso da parte delle autorità monetarie.

L'evidenza di accresciute rigidità nominali ...

Le rigidità nominali sono difficili da misurare direttamente. È tuttavia possibile valutare la loro incidenza dal modo in cui una variazione della domanda nominale “si ripartisce” fra variazione del prodotto e movimento del tasso d'inflazione. Anche se nel lungo periodo la dinamica del prodotto reale dipende da fattori agenti dal lato dell'offerta, le variazioni nominali della domanda possono influenzare l'attività produttiva a breve termine, in quanto i prezzi si adeguano soltanto gradualmente al livello appropriato sottostante. Pertanto, una conseguenza dell'accresciuta rigidità nominale è che tali variazioni impiegheranno tempi più lunghi per modificare i prezzi e avranno così un impatto maggiore di breve periodo sull'attività economica reale. Stime empiriche basate su questa ipotesi indicano che il grado di rigidità nominale è aumentato in molti paesi industriali, e ciò non solo in Giappone, dove l'inflazione è stata particolarmente bassa negli ultimi anni, ma anche in alcuni dei paesi che hanno adottato obiettivi di inflazione espliciti (tabella II.7). Per contro, le rigidità nominali non paiono essere aumentate negli Stati Uniti, in Svezia e in Svizzera: piuttosto, in questi paesi tali rigidità hanno costantemente rappresentato un'importante componente del processo inflazionistico.

L'evidenza di un'accresciuta rigidità nominale in un contesto di bassa inflazione è stata di recente addotta a sostegno della tesi secondo cui è possibile

Stime della rigidità nominale				
	Prezzi*		Inflazione media	
	1970–1985	1986–1998	1970–1985	1986–1998
Stati Uniti	0,86	0,86	6,4	2,8
Svezia	0,74	0,59	4,8	2,4
Svezia	0,74	0,57	9,0	4,1
Germania	0,63	0,78	4,7	2,5
Francia	0,56	0,93	9,4	2,4
Canada	0,55	0,73	7,6	2,3
Danimarca	0,54	0,64	9,0	2,7
Australia	0,48	0,62	9,7	3,6
Regno Unito	0,46	0,83	11,3	4,2
Belgio	0,41	0,80	6,6	2,7
Italia	0,37	0,58	14,2	5,4
Spagna	0,36	0,53	13,4	5,5
Giappone	0,31	0,85	6,1	0,8

*Il grado stimato di rigidità nominale dei prezzi è definito da 1 meno il coefficiente di crescita nominale del reddito in una regressione dell'inflazione (deflatore del PIL) sulla crescita nominale del reddito, l'output gap sfasato, l'inflazione sfasata e la variazione sfasata dei prezzi relativi all'importazione. Pertanto, un coefficiente di 1 indica una completa rigidità, mentre un coefficiente di 0 indica una completa flessibilità.

Fonti: OCSE, *Economic Outlook*; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella II.7

impiegare politiche macroeconomiche espansive per ridurre la disoccupazione. In altri termini, ove esista un elevato grado di inerzia nel processo inflazionistico gli squilibri nei mercati del lavoro e dei beni avrebbero la tendenza a ripercuotersi con lentezza sul livello dei prezzi, cosicché gli eventuali errori di politica economica, se riconosciuti prontamente, potrebbero essere corretti in tempo. Di conseguenza, i tentativi di ridurre la disoccupazione in questo modo non comporterebbero grossi rischi inflazionistici, senza contare che ne potrebbero derivare benefici addizionali qualora venisse abbassata anche la disoccupazione strutturale. La recente performance economica degli Stati Uniti viene talvolta citata come esempio a questo riguardo, sulla base dell'assunto che la capacità di mantenere così basso il tasso di disoccupazione per un considerevole periodo di tempo abbia accresciuto il livello delle competenze professionali dei segmenti meno qualificati delle forze di lavoro, contribuendo così a far scendere la disoccupazione strutturale.

... è un argomento a favore di politiche macroeconomiche espansive ...

Tuttavia, le politiche che si fondano su tali argomentazioni comportano rischi notevoli. Va ricordato che la più bassa disoccupazione negli Stati Uniti è stata accompagnata e ha tratto vantaggio da eccezionali pressioni al ribasso sui prezzi di origine esterna, derivanti non soltanto dai corsi calanti delle materie prime, ma anche dall'elevato tasso di cambio del dollaro negli ultimi anni. L'argomentazione suddetta presume inoltre che l'inerzia dei salari e dei prezzi sia di pari intensità nelle due direzioni. Tuttavia, nella misura in cui le accresciute rigidità nominali in alcuni paesi rispecchiano soprattutto un'avversione a ridurre i salari e i prezzi nominali, piuttosto che una generale viscosità dell'inflazione, gli sforzi volti a ridurre la disoccupazione in assenza di riforme strutturali potrebbero rapidamente tradursi in un più alto tasso d'inflazione. Infine, ed è questo l'aspetto più importante, qualora i tentativi di abbattere la disoccupazione mediante le politiche macroeconomiche risultino avere indesiderate e inattese conseguenze inflazionistiche, le accresciute rigidità nominali implicano altresì che sarà più oneroso annullare gli effetti di questi errori.

... ma tale approccio comporta pericoli