

II. Gli andamenti nei paesi industriali

Aspetti salienti

Le condizioni macroeconomiche nei paesi industriali sono cambiate nettamente nel corso del 2000. Dopo una forte espansione nel primo semestre, la crescita del prodotto negli Stati Uniti ha subito un brusco rallentamento durante il secondo. La flessione è stata trainata da una correzione delle scorte e dai minori investimenti in attrezzature ad alta tecnologia. Essa si è propagata rapidamente dagli Stati Uniti ad altri paesi e regioni, in particolare alle economie emergenti dell'Asia basate sulle esportazioni elettroniche. In presenza di un ristagno delle vendite all'estero e di una debole domanda interna, il prodotto in Giappone ha registrato un calo. Grazie anche a un settore societario meno indebitato e a un sistema bancario più solido, l'area dell'euro ha dato prova di maggiore resilienza di fronte al rallentamento. Tuttavia, le prospettive a breve per l'economia globale sono al momento particolarmente incerte. Un fattore strutturale, di importanza critica, riguarda la natura dei guadagni di produttività negli Stati Uniti. Se l'impennata nella crescita della produttività del lavoro durante gli ultimi anni è il frutto di miglioramenti strutturali in grado di diffondersi ad altri paesi e di sospingere i profitti futuri, vi è una maggiore probabilità che il rallentamento sia modesto e di breve durata.

Lo scorso anno ha destato una piacevole sorpresa il fatto che l'inflazione sia rimasta moderata nonostante la forte crescita del prodotto nel primo semestre e il rincaro del petrolio. L'inflazione è stata tendenzialmente inferiore al previsto per tutti gli anni novanta, malgrado le maggiori pressioni della domanda e il calo dei tassi di disoccupazione. Mentre le politiche monetarie orientate alla stabilità hanno svolto un ruolo importante nell'ancorare le aspettative inflazionistiche, sulla dinamica dei prezzi hanno influito anche altri fattori temporanei e forse reversibili.

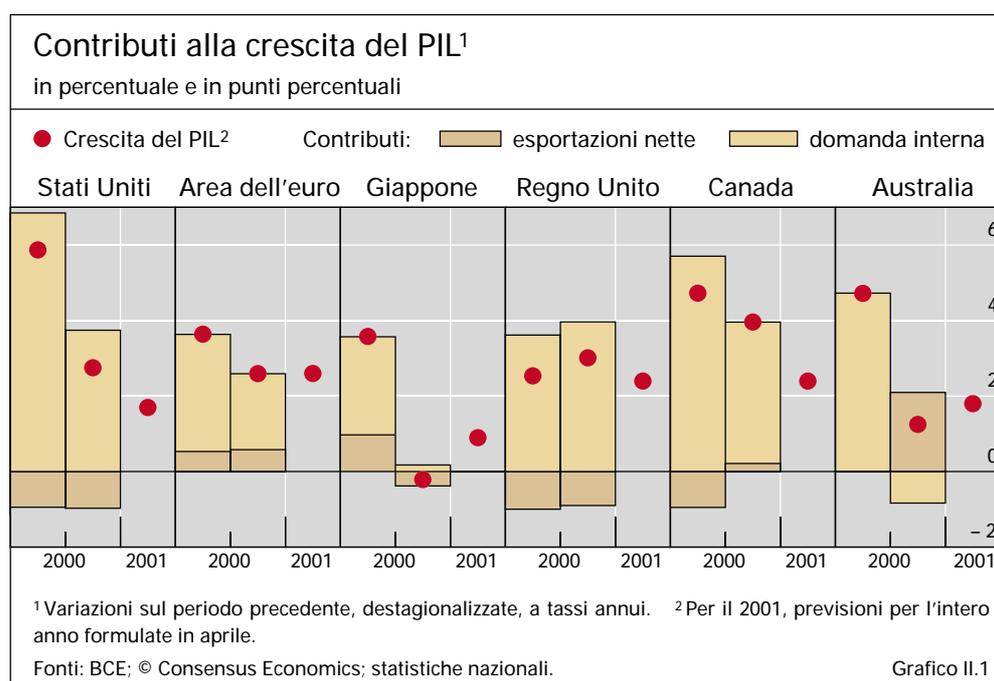
L'ulteriore ampliamento di taluni squilibri finanziari nelle principali economie solleva diversi interrogativi. Negli Stati Uniti il risparmio negativo del settore privato è aumentato a oltre il 6% del PIL, dilatando il disavanzo esterno corrente e suscitando dubbi in merito alla sostenibilità del conseguente accumulo di debito di questo settore. In Giappone i timori di non sostenibilità si sono incentrati sul settore pubblico, il cui debito – dopo svariati anni di disavanzi sempre più elevati – ha superato il 120% del PIL; al tempo stesso, il persistere delle incertezze circa la solidità del sistema bancario e la crescente eccedenza di risparmio privato spiegano in parte la perdurante debolezza nella crescita della domanda interna. Nell'area dell'euro, viceversa, lo scorso anno si è assistito a una graduale convergenza verso lo zero dei saldi finanziari dei settori pubblico e privato.

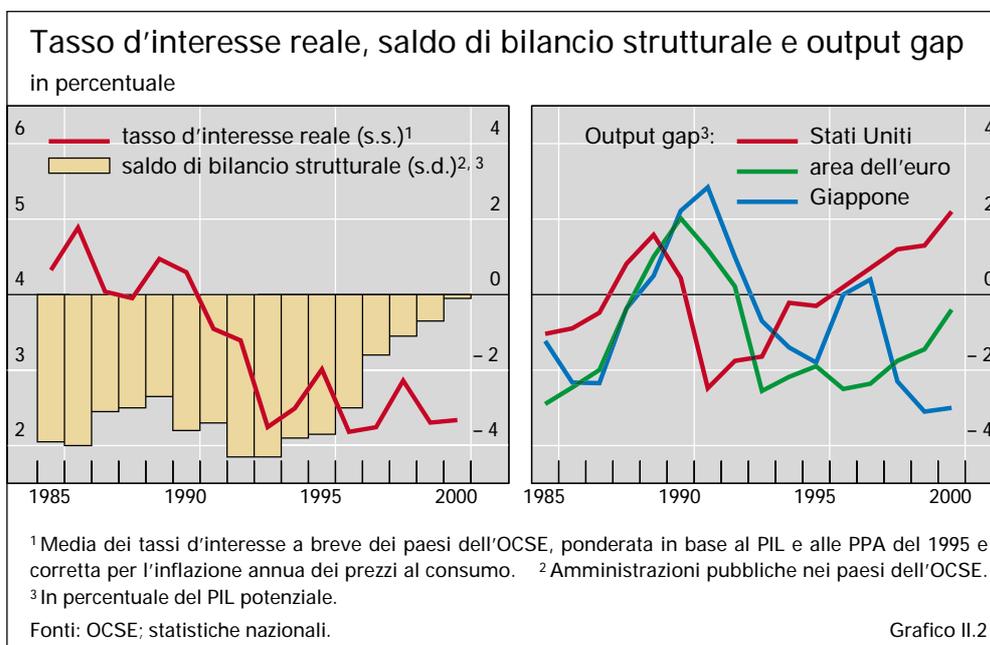
È inoltre degno di nota il fatto che l'investimento nazionale pare essere divenuto sempre più indipendente dal risparmio nazionale, specie in Europa. Ciò potrebbe indurre a ritenere che i mercati finanziari internazionali abbiano allentato l'attenzione sugli squilibri esterni in quanto tali, propendendo per un'allocazione del capitale maggiormente incentrata sui paesi con migliori prospettive di rendimento.

Sostenuta attività economica nel primo semestre 2000

Forte crescita trainata dalla domanda USA

Sospinta da una forte domanda interna, segnatamente negli Stati Uniti e in altri paesi anglofoni, la crescita annua del prodotto nelle economie industriali è aumentata nel primo semestre 2000 a quasi il 5% (grafico II.1), il ritmo di espansione più rapido dalla fine degli anni ottanta. Analogamente agli anni precedenti, la crescita della domanda USA è stata indotta principalmente dai consumi, alimentati dai considerevoli incrementi del reddito derivanti da una situazione favorevole del mercato del lavoro e da cospicui guadagni di ricchezza. Di riflesso al basso costo del capitale e all'elevata redditività attesa, anche la crescita degli investimenti è stata consistente. Questi ultimi sono aumentati rapidamente pure in Canada, mentre in Australia la spesa per consumi e per l'edilizia residenziale è accelerata nettamente in previsione di una nuova struttura di imposizione indiretta in vigore dal 1° luglio. La crescita del prodotto nel Regno Unito è stata più moderata, benché ancora sufficientemente elevata da ampliare l'output gap positivo stimato. La spesa delle famiglie, favorita da miglioramenti sul versante dell'occupazione, è stata la componente della domanda in più rapida espansione. Per contro, gli investimenti delle imprese sono rallentati dopo il sensibile incremento dell'anno precedente.





Anche l'area dell'euro ha registrato una forte espansione nella prima metà del 2000. Quantunque il tasso medio annuo di crescita, pari al 3½%, si sia collocato ben al di sotto di quello degli Stati Uniti, esso rappresenta nondimeno un netto miglioramento rispetto agli anni novanta. Sostenute da un cambio competitivo e dalla situazione mondiale favorevole, le esportazioni nette hanno non solo fornito un contributo positivo alla crescita, ma anche stimolato la spesa per investimenti. Oltre a ciò, con un aumento dell'occupazione di oltre il 2% su base annua e un calo nel numero dei disoccupati, i consumi privati hanno costituito un ulteriore fattore propulsivo. Altri paesi europei hanno parimenti registrato una robusta espansione nel semestre in esame. Il prodotto si è incrementato di quasi il 4% in Svizzera, dove gli investimenti delle imprese sono stati particolarmente vivaci. Il tasso di crescita è stato elevato anche in Svezia, grazie allo stimolo fiscale e alle favorevoli condizioni del mercato del lavoro. In Norvegia è continuato il rilancio della crescita in atto dalla metà del 1999, dovuto principalmente alle esportazioni nette e al recupero di ragioni di scambio conseguito grazie ai più alti prezzi petroliferi; tuttavia, di fronte a un'economia che stava raggiungendo (o addirittura superando) il pieno impiego, si è reso necessario inasprire la politica monetaria per frenare le pressioni inflazionistiche.

Il Giappone è tornato a tassi positivi di crescita dopo la recessione del 1998 e il ristagno del 1999. Propiziate dal boom negli Stati Uniti e dalla forte ripresa delle economie emergenti dell'Asia, le esportazioni nette hanno contribuito al PIL totale per l'1%. Inoltre, i migliori profitti hanno stimolato gli investimenti fissi delle imprese, in particolare attrezzature e impianti high-tech. Anche gli investimenti pubblici sono aumentati, per effetto della manovra di bilancio adottata verso la fine del 1999. Nonostante gli schemi di finanziamento con garanzia governativa a favore di piccole e medie imprese, il credito al settore privato ha continuato a ridursi. In aggiunta, la persistente incertezza circa le prospettive occupazionali, nonché i timori a riguardo delle future

Crescita sostenuta anche nell'Europa continentale

Ritorno a una crescita positiva in Giappone

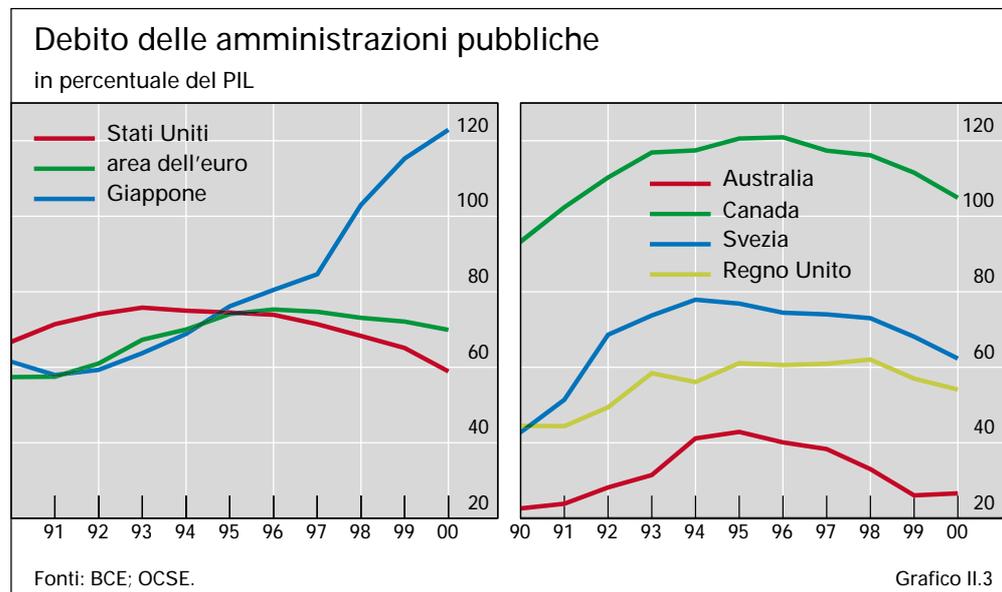
prestazioni previdenziali, sociali e sanitarie hanno frenato la crescita della spesa delle famiglie.

Crescita favorita dalla combinazione delle politiche ...

Nella maggior parte dei paesi industriali la crescita è stata favorita da una combinazione di più solidi conti pubblici e tassi d'interesse reali relativamente contenuti (grafico II.2). Malgrado l'inasprimento monetario nelle tre aree economiche principali, i tassi d'interesse reali a breve sono rimasti bassi, specie se raffrontati al vigore della domanda. Quelli a lungo termine sono stati soltanto di poco superiori e hanno persino subito un calo in corso d'anno. Il consolidamento fiscale e la risultante minore incidenza del debito pubblico hanno indubbiamente contribuito a questo risultato, ridando spazio agli investimenti privati. Negli Stati Uniti un progressivo miglioramento del saldo di bilancio ha determinato una diminuzione del rapporto debito pubblico/PIL (grafico II.3). Le entrate pubbliche nell'area dell'euro hanno tratto beneficio sia dal rafforzamento della crescita sia da proventi straordinari (come la vendita delle licenze UMTS). Ciò ha determinato un sostanziale equilibrio nei conti pubblici, i quali – dato il colmarsi dell'output gap – sono risultati in linea con il Patto di stabilità e crescita, consentendo così ad alcuni dei principali paesi di proseguire sul cammino delle riforme fiscali e di abbassare le imposte. La riduzione del debito è stata una caratteristica preminente dell'evoluzione della finanza pubblica anche in Regno Unito, Canada, Australia e Svezia. In Giappone, per converso, l'incidenza del debito è aumentata ulteriormente; il basso livello dei tassi d'interesse può quindi ricondursi essenzialmente all'ampio risparmio privato e a una politica monetaria accomodante.

... e dalle favorevoli condizioni dei mercati finanziari

Nell'evoluzione positiva della crescita sono intervenute anche le favorevoli condizioni dei mercati delle attività e del credito. Tale fenomeno è stato evidente negli Stati Uniti, ma si è altresì osservato in paesi come Canada, Australia, Paesi Bassi e Svezia. In tutti questi casi i guadagni di ricchezza, congiunti ai bassi tassi d'interesse nominali, hanno fornito alle famiglie il mezzo e l'incentivo per indebitarsi ulteriormente allo scopo di finanziare l'acquisto di beni durevoli e di abitazioni.



Rallentamento nella seconda metà dell'anno

Nella seconda metà del 2000 sono emersi segnali di un significativo rallentamento (grafico II.1). La crescita dell'economia statunitense è calata nettamente, scendendo ad appena l'1% nel quarto trimestre. Diversi fattori hanno contribuito a tale inversione. In primo luogo, i prezzi petroliferi si sono triplicati dal minimo del 1998, il che ha rappresentato un "prelievo fiscale" equivalente all'1½% del PIL. Non sono del tutto chiare le ragioni per cui i prezzi del greggio siano cresciuti fino a tali vette. Come si può osservare dal grafico II. 4, nel 2000 la domanda mondiale di petrolio è diminuita in relazione all'offerta mondiale in seguito all'aumento delle quote di produzione da parte dei paesi dell'OPEC. Una spiegazione potrebbe essere che, dopo un decennio di investimenti bassi o calanti nel settore dell'energia, la ridotta capacità di raffinazione degli Stati Uniti abbia provocato carenze di idrocarburi leggeri sul mercato nordamericano. Inoltre, le esigue scorte di petrolio e il limitato eccesso di capacità al di fuori dell'Arabia Saudita, unitamente ai forti rincari del gas naturale e alle attese del protrarsi di una crescita sostenuta negli Stati Uniti, potrebbero aver aggiunto una componente speculativa al prezzo di mercato del greggio.

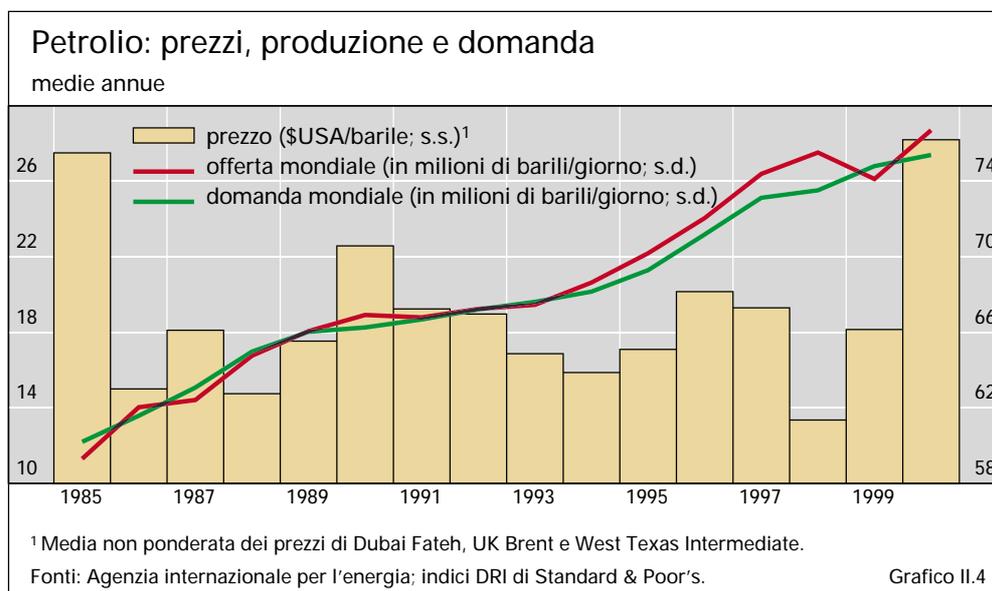
In secondo luogo, il progressivo inasprimento della politica monetaria dalla metà del 1999, insieme alla crescente percezione che gli Stati Uniti fossero prossimi al massimo ciclico, ha causato un sensibile deterioramento dei mercati finanziari e nelle condizioni del credito alle imprese. Come si vedrà nel Capitolo VI, i corsi delle azioni USA sono diminuiti notevolmente dal picco del marzo 2000, provocando perdite di ricchezza per le famiglie e un netto aumento dei costi del finanziamento azionario. Inoltre, un sensibile irrigidimento degli standard creditizi delle banche si è sommato agli effetti dei più ampi spreads sul mercato delle obbligazioni societarie.

In terzo luogo, aspetto forse ancor più importante, vari effetti di acceleratore hanno rinforzato la contrazione dopo che l'economia USA aveva raggiunto il punto di svolta. La domanda di autoveicoli ha subito una

Brusco rallentamento negli Stati Uniti a causa dei rincari petroliferi ...

... delle più stringenti condizioni del credito ...

... e di effetti di acceleratore negativi



netta flessione e i costruttori con un eccesso di giacenze hanno ridotto drasticamente gli ordinativi. Inoltre, allorché le prospettive di profitto sono peggiorate e sono emerse indicazioni di un eccesso di capacità, i piani di investimento aziendale sono stati ridimensionati, specie per quanto riguarda computer e altre attrezzature ad alta tecnologia. In effetti, dopo nove anni di espansione ininterrotta, nel quarto trimestre gli investimenti in questo comparto sono addirittura calati. Per di più, alle perdite di ricchezza si sono associati annunci di ulteriori rilevanti tagli di posti di lavoro, provocando una brusca caduta nella fiducia dei consumatori e frenando la crescita della spesa delle famiglie.

La contrazione si è propagata ad altri paesi ...

Gli osservatori sono stati colti di sorpresa tanto dalla rapidità con cui si sono deteriorate le condizioni economiche negli Stati Uniti, quanto dalla portata e dalla concomitanza del rallentamento in altri paesi. In alcuni casi, il calo potrebbe essere riconducibile a specifici fattori interni (ad esempio, il crollo degli investimenti residenziali in Australia, seguito all'introduzione di una nuova imposta sui beni e servizi) o ai forti legami commerciali con un settore tecnologico USA in fase recessiva (come per le economie emergenti dell'Asia: si veda il Capitolo III). Negli altri casi, tuttavia, gli sviluppi del secondo semestre 2000 hanno per lo più dimostrato come i canali di trasmissione fra i vari paesi non si limitassero alle relazioni commerciali dirette.

... fra cui il Canada ...

Un esempio rilevante a questo riguardo è il Canada. La decelerazione del prodotto nella seconda metà dell'anno sembra senz'altro imputabile a un rallentamento della domanda interna, di fatto diminuita nel quarto trimestre allorché le imprese hanno ridotto drasticamente le scorte e la spesa in conto capitale. Nondimeno, oltre a quelli diretti hanno operato anche canali di trasmissione meno visibili. Infatti, l'aumento delle esportazioni nette è stato soprattutto il risultato delle minori importazioni. Inoltre, i cali degli ordinativi e della produzione sono stati più pronunciati per le società specializzate nell'offerta di componenti ai settori USA maggiormente colpiti dal rallentamento (autoveicoli e telecomunicazioni).

... il Giappone ...

Il Giappone, dove il PIL è diminuito nel secondo semestre, ha presentato una situazione analoga. Le più basse vendite ad altri paesi asiatici e agli Stati Uniti spiegano in parte il calo delle esportazioni nette, ma in misura ancor maggiore vi ha contribuito l'aumento dei volumi delle importazioni in un contesto di rallentamento della domanda interna. La più debole crescita della spesa delle famiglie ha anch'essa avuto un certo ruolo; tuttavia, la principale fonte di deterioramento nelle condizioni della domanda interna è stata la contrazione degli investimenti pubblici. Sebbene gli investimenti delle imprese abbiano continuato a crescere sino a fine anno, l'ultima indagine *Tankan* della Banca del Giappone segnala un significativo peggioramento nel clima di fiducia e nelle aspettative riguardanti la domanda, oltre a sostanziali riduzioni dei programmi d'investimento. Tali riduzioni potrebbero essere acuite da una minore capacità o disponibilità delle banche a concedere prestiti. In presenza di un netto incremento dei fallimenti, lo stock di sofferenze ha ripreso ad aumentare, mentre le banche hanno visto assottigliarsi il loro margine di manovra per stralciare tali poste dal bilancio nel momento in cui le plusvalenze azionarie non realizzate si sono trasformate in perdite. Per ripristinare la

capacità di credito delle banche, le autorità hanno proposto uno schema che le incoraggerebbe a cedere i prestiti verso società in fallimento o quasi. Le autorità hanno inoltre proposto l'istituzione di un nuovo ente con il compito di rilevare fino a un quarto delle partecipazioni possedute dalle banche.

Anche l'area dell'euro ha subito un rallentamento significativo nella seconda metà dell'anno. Tuttavia, esso è stato meno pronunciato che negli Stati Uniti e in Giappone e ha differito notevolmente da paese a paese. Di riflesso all'incidenza delle esportazioni di manufatti e a un calo assoluto dei consumi privati, la crescita del PIL in Germania è diminuita dal 4% nel primo semestre al 2% nel secondo, e anche la fiducia delle imprese si è indebolita. In Francia, per contro, l'attività economica è rinvigorita con il procedere dell'anno, poiché la fiducia dei consumatori è rimasta elevata e le imprese hanno investito a ritmo crescente. In entrambi i paesi i produttori hanno dovuto far fronte a un peggioramento delle prospettive di crescita e a più stringenti condizioni del credito dopo il generale rallentamento del settore tecnologico, che ha visto le azioni telecom europee seguire il calo dei titoli IT statunitensi. Tuttavia le imprese tedesche, che avevano avuto una strategia più aggressiva nell'acquisizione di società USA, sono risultate maggiormente esposte a potenziali perdite di fatturato delle loro affiliate.

Diversi fattori spiegano la resilienza dell'area dell'euro rispetto a Stati Uniti e Giappone. Anzitutto, la robusta domanda interna, un settore societario non oltremodo indebitato e la solidità del settore finanziario hanno permesso all'area dell'euro di fronteggiare meglio del Giappone gli sfavorevoli shock esterni. In secondo luogo, l'interscambio commerciale dell'area dell'euro con gli Stati Uniti e i paesi asiatici emergenti è inferiore a quello nipponico e ha probabilmente beneficiato dell'ulteriore crescita dei flussi commerciali e finanziari infra-area. In terzo luogo, benché l'inflessione degli indici azionari nell'area dell'euro sia stata persino più pronunciata che negli Stati Uniti, l'impatto sulla spesa delle famiglie e sugli investimenti è stato moderato sia perché la quota di azioni nei portafogli delle famiglie è molto più contenuta, sia perché le imprese si avvalgono in misura maggiore degli utili non distribuiti e dei prestiti bancari per finanziare i loro investimenti. Questa differenza negli effetti di ricchezza spiega in parte le ragioni per cui nell'area dell'euro la fiducia dei consumatori sia rimasta elevata. Infine, nella maggior parte dei paesi dell'area la produzione di attrezzature high-tech ha meno rilevanza che negli Stati Uniti e nelle economie emergenti dell'Asia, e la crescita dei loro investimenti in questo comparto è stata solo modesta. Di conseguenza, se si escludono impianti e servizi di telecomunicazione, per l'area dell'euro il rischio di potenziali ridimensionamenti dello stock di capitale e del livello di indebitamento delle imprese è stato minore.

Anche in altri paesi europei il calo è stato contenuto. Nonostante un certo indebolimento verso la fine del 2000 e un interscambio commerciale relativamente elevato con gli Stati Uniti, la crescita nel Regno Unito è addirittura aumentata nella seconda metà dell'anno, grazie principalmente al vigore della domanda di consumi e a una politica fiscale espansiva. Anche in Svizzera la robusta spesa delle famiglie, insieme a una dinamica eccezionalmente positiva del mercato del lavoro, ha limitato il rallentamento indotto dall'estero. La

... e l'area dell'euro

Resilienza dell'area dell'euro

Andamenti in altri paesi

crescita è calata più sensibilmente in Svezia, per effetto di un settore tecnologico relativamente ampio e della maggiore incidenza delle esportazioni verso gli Stati Uniti; per giunta, con oltre la metà delle famiglie che investe in titoli azionari, il paese presenta un'esposizione alle oscillazioni di borsa fra le più elevate d'Europa.

Recenti dinamiche dell'inflazione

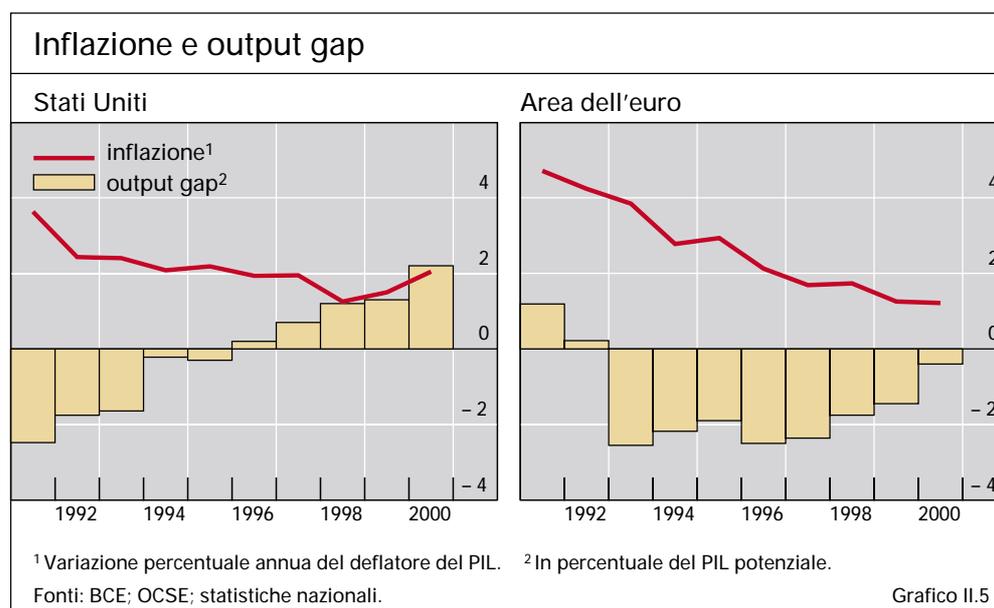
Soltanto moderate pressioni inflazionistiche nel 2000

I paesi industriali hanno subito solo un moderato incremento delle pressioni inflazionistiche nel 2000, nonostante la rapida crescita del prodotto e le più alte quotazioni del petrolio. Se l'inflazione misurata dall'indice generale dei prezzi (IPC) è salita al 2¼%, quella di base è variata solo di poco, e l'aumento del deflatore del PIL – la più ampia misura dell'inflazione – è stato di appena l'1¼%. Questo valore supera leggermente il dato per il 1999 ma è ben al di sotto della media degli anni novanta. Gli Stati Uniti hanno registrato aumenti dei prezzi lievemente superiori alla media, mentre nell'area dell'euro il deprezzamento del cambio ha acuito l'impatto dei rincari petroliferi. In alcuni altri paesi le imposte indirette hanno determinato forti aumenti a tantum del livello dei prezzi. Per contro, l'inflazione nel Regno Unito si è situata al di sotto dell'obiettivo per quasi tutto l'anno. In Giappone i prezzi hanno seguito a calare, contribuendo alla divergenza dei tassi d'inflazione fra i paesi industriali in atto dal 1997.

La bassa inflazione degli anni novanta può essere riconducibile ...

Il favorevole andamento dell'inflazione nell'anno passato ha confermato nuovamente la tendenza a sovrastimare le future variazioni dei prezzi osservata per tutti gli anni novanta. Infatti, un'insolita caratteristica dell'evoluzione economica è stata la misura in cui i prezzi hanno continuato a rallentare in un contesto di attività per lo più crescente e di condizioni più tese sui mercati del lavoro (grafico II.5).

Oltre che alle politiche monetarie aventi la stabilità dei prezzi come obiettivo preminente, le spiegazioni della recente performance dell'inflazione possono



essere ricondotte a tre categorie di massima. Secondo la prima categoria, taluni fattori incidenti sul processo inflazionistico sono cambiati *permanentemente*. Di conseguenza, i modelli tradizionalmente impiegati dagli economisti per prevedere l'inflazione non sarebbero più applicabili. Speculare a questa vi è la teoria secondo cui i modelli tradizionali conservano la loro validità fintantoché tengono conto dei vari shock *temporanei*, ed eventualmente reversibili, dal lato dell'offerta. Le spiegazioni della terza categoria, essenzialmente un ibrido delle prime due, presumono che i modelli tradizionali valgano ancora, ma alcune delle determinanti fondamentali si sono modificate, producendo spostamenti duraturi, ancorché non permanenti, nel comportamento dell'inflazione.

Nella prima categoria rientra la tesi secondo cui il maggiore influsso delle forze di mercato ha migliorato e continua a migliorare il trade-off fra crescita e inflazione. Nei mercati meno regolamentati dei prodotti le imprese sono probabilmente confrontate con curve della domanda più elastiche, che le incentivano o le costringono sia ad abbassare i margini sia a intensificare gli sforzi per ridurre i costi. Analogamente, si potrebbe asserire che i progressi nel commercio elettronico e nella diffusione dei dati vadano modificando le modalità di funzionamento dei mercati competitivi. Di fatto, anche le funzioni di offerta sono divenute più sensibili ai movimenti dei prezzi, con implicazioni durevoli sulle politiche di pricing delle imprese. Oltre a ciò, vi sono crescenti indicazioni che i vari cambiamenti strutturali hanno contribuito a ridurre l'inflazione e che tali cambiamenti perdureranno. In Europa si sono osservate drastiche riduzioni di prezzo nelle imprese di pubblica utilità (specie nei settori delle telecomunicazioni e dell'energia) in seguito alla deregolamentazione e alla privatizzazione. Inoltre, la creazione di un mercato unico con una valuta comune ha progressivamente rafforzato le forze concorrenziali nell'intera area dell'euro. Anche in Giappone l'inflazione negativa viene spesso ascritta agli effetti delle ristrutturazioni e della liberalizzazione, oltre che ai progressi tecnologici e a una maggiore apertura alle importazioni.

Passando alla seconda categoria di spiegazioni, taluni hanno affermato che il modello tradizionale della curva di Phillips ricalca abbastanza bene l'inflazione purché si tenga conto del sensibile calo dei prezzi delle materie prime durante gli anni novanta. Altri hanno sottolineato l'esigenza di considerare anche ulteriori shock di prezzo o di offerta, pur se temporanei, come ad esempio la forte diminuzione dei prezzi dei computer e, nel caso degli Stati Uniti per gran parte dello scorso decennio, il modesto aumento dei costi per l'assistenza sanitaria e la correzione degli errori per eccesso nel tasso d'inflazione misurato. Prescindendo dalle incertezze circa l'esatta portata di questi fattori, un'implicazione è che gli shock che determinano andamenti favorevoli dell'inflazione sono solo transitori e possono senz'altro subire un'inversione. In effetti, l'aumento dei prezzi petroliferi a partire dal 1998 dimostra come i benefici derivanti da favorevoli ma temporanei shock di offerta possano essere vanificati. Parimenti, alcuni dei cambiamenti nel comportamento dei salari, di cui si tratterà più avanti, potrebbero rivelarsi soltanto provvisori e reversibili. Ciò contrasta nettamente con l'antitetica visione della nuova economia, secondo cui la bassa inflazione rappresenta un mutamento più fondamentale e duraturo nel processo di formazione dei salari e dei prezzi.

... al migliore
funzionamento dei
mercati dei beni ...

... e all'influsso
di fattori
più temporanei

Fra le altre spiegazioni figurano un calo del NAIRU ...

Nella sua formulazione più semplice, le spiegazioni della terza categoria attribuirebbero la bassa inflazione degli anni novanta al calo del tasso strutturale di disoccupazione (non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU) osservato in diversi paesi. La principale differenza rispetto alla categoria precedente è che la variazione del NAIRU è permanente anziché temporanea. Il modello tradizionale resta comunque valido, e la riduzione dell'inflazione è osservabile solo fintantoché il tasso effettivo di disoccupazione non ha raggiunto il nuovo e più basso livello del tasso strutturale. I cali del NAIRU sono spesso attribuiti a un maggiore influsso delle forze di mercato. Il funzionamento dei mercati del lavoro è migliorato notevolmente nei paesi anglofoni e, più di recente, anche in alcune economie dell'Europa continentale. Sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito il tasso di disoccupazione è sceso al disotto dei livelli che venivano in passato associati a un aumento della pressione salariale. Del pari, gli spettacolari progressi sul fronte occupazionale e il calo della disoccupazione nei paesi dell'Europa continentale si sono finora accompagnati solo a un lieve aumento delle pressioni salariali.

... la più forte crescita della produttività ...

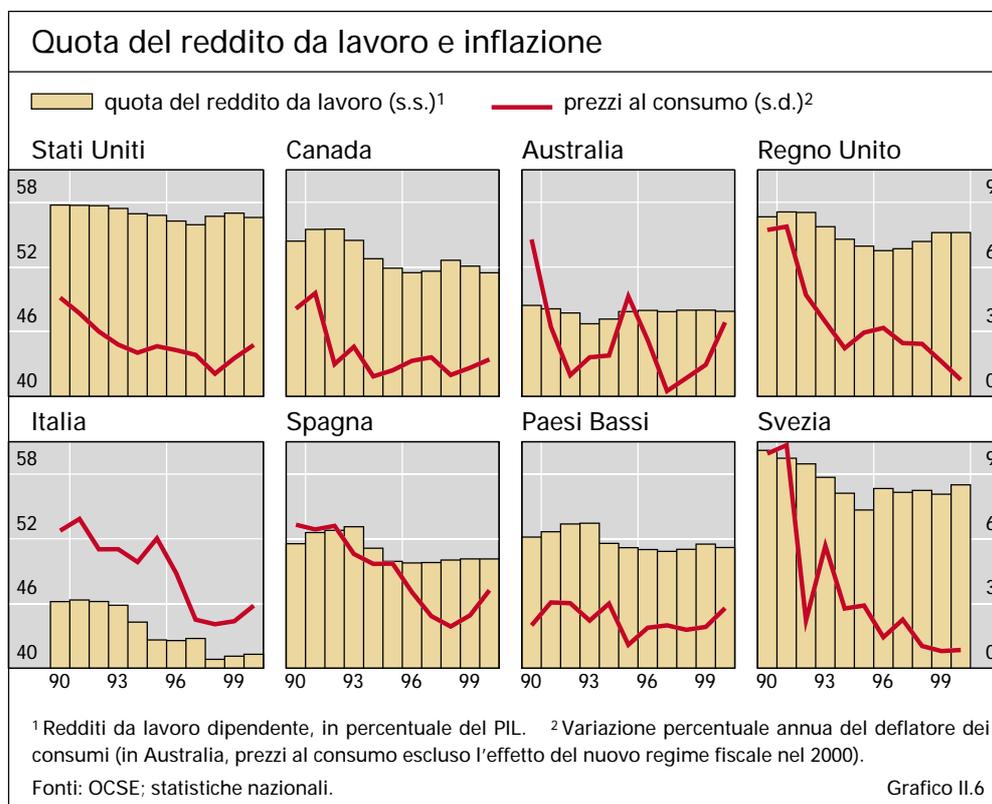
Altre spiegazioni di come le determinanti dell'inflazione possano essere cambiate si basano sul modo in cui la tecnologia dell'informazione ha modificato le tradizionali relazioni fra operatori economici. Il cambiamento di questo tipo citato forse più di frequente è l'accelerazione della crescita della produttività negli Stati Uniti e in alcuni altri paesi nel corso degli anni novanta (si veda oltre). In simmetria con il NAIRU, una durevole maggiore crescita della produttività determina una riduzione dell'inflazione solo fino a quando la domanda non ha raggiunto il nuovo e più elevato livello di prodotto potenziale. Tale spiegazione presume inoltre che gli utili attesi non aumentino in modo tale che l'espansione della domanda sopravanzi quella del prodotto, come accaduto negli Stati Uniti agli inizi del 2000.

... e un regime di bassa inflazione

Un'ulteriore serie di ipotesi postula che il comportamento dell'inflazione dipende dal livello effettivo dell'inflazione stessa. In particolare, in un regime di bassa inflazione con politiche monetarie orientate alla stabilità dei prezzi, le aspettative tendono a essere meglio ancorate e l'inflazione, quindi, più viscosa. Secondo tale opinione, l'erosione della capacità delle imprese di aumentare i prezzi oltre il tasso atteso d'inflazione e la più bassa traslazione dei costi sui prezzi sono principalmente il frutto di una minore persistenza dell'inflazione effettiva. Pertanto, in periodi di bassa inflazione lavoratori e imprese ignorano in parte le pressioni al rialzo sull'inflazione corrente nel determinare salari e prezzi futuri. Analogamente, sempre in un contesto di bassa inflazione, è più probabile che le variazioni del tasso di cambio siano considerate temporanee e reversibili, con il risultato che i prezzi interni divengono meno sensibili agli shock valutari. Le esperienze del Canada fra il 1991 e il 1993, di Italia, Regno Unito e Svezia in seguito alla crisi degli AEC nel 1992 e dell'Australia all'indomani della crisi asiatica e nuovamente lo scorso anno indicano che la traslazione delle variazioni del cambio è effettivamente diminuita nel corso dell'ultimo decennio circa.

Molteplici fattori alla base della dinamica inflazionistica

Alla luce di ciò, non è possibile attribuire il favorevole andamento dell'inflazione negli anni novanta a un singolo fattore. Esso sembra piuttosto la risultante di molteplici fattori e del modo in cui questi hanno interagito.



Molti osservatori hanno focalizzato l'attenzione sulla perdita di potere delle imprese nel determinare i prezzi (e sui minori margini) in mercati nazionali e internazionali sempre più competitivi. Se però questo fosse l'unico cambiamento, un'inflazione bassa e stabile avrebbe dovuto accompagnarsi a un aumento della quota del reddito da lavoro; invece, quest'ultima è stata costante o tendenzialmente decrescente per gran parte dello scorso decennio (grafico II.6). Di fatto, un'osservazione degna di nota è che, in tutti i paesi raffigurati nel diagramma, i tassi d'inflazione e la quota dei salari mostrano una forte correlazione positiva.

Una spiegazione plausibile del calo tendenziale nella quota del reddito da lavoro potrebbe consistere in una variazione del potere contrattuale relativo sui mercati dei prodotti e del lavoro. A differenza di quanto accadeva negli anni settanta e ottanta, oggi non sono più i venditori a predominare su entrambi questi mercati. Come già notato, infatti, le imprese (in quanto venditrici) hanno perso il loro potere di fissazione dei prezzi sui mercati dei prodotti; al tempo stesso, i lavoratori hanno perso gran parte di tale potere sui mercati del lavoro a causa dell'abolizione o dell'allentamento di talune regolamentazioni e restrizioni, della minore sindacalizzazione delle forze di lavoro e, in alcuni casi, anche dell'elevata disoccupazione. In tale contesto, gli shock sfavorevoli (ad esempio, più alti prezzi all'importazione) hanno probabilmente un impatto soltanto modesto sull'inflazione, poiché le imprese da un lato non possono traslare i maggiori costi sui prezzi, e dall'altro hanno il potere di opporsi a richieste salariali compensative. Analogamente, un incremento autonomo della crescita della produttività determinerà essenzialmente una

I cambiamenti nel potere di mercato relativo modificano la reazione agli shock

riduzione dei prezzi e un connesso aumento dei salari reali, senza aggiustamenti nella dinamica di quelli nominali.

Tendenza della produttività e prospettive per l'economia mondiale

Questioni connesse alla crescita della produttività

Se l'andamento soddisfacente dell'inflazione negli Stati Uniti e in altri paesi industriali ha ampliato il margine disponibile per politiche economiche espansive, un altro fattore che può influire sulla gravità e sulla durata della decelerazione in atto è la natura della dinamica recente della produttività. Vi sono tre interrogativi fondamentali. La più rapida crescita della produttività negli Stati Uniti è riscontrabile anche in altri paesi? In che misura tale accelerazione è stata causata dagli investimenti in capitale informatico e dagli sviluppi nel settore dell'alta tecnologia? Qual è l'entità della componente ciclica del recente forte miglioramento della produttività del lavoro?

Guadagni di produttività negli Stati Uniti e in Australia

Per quanto riguarda la dinamica della produttività in altre economie industriali, nella seconda metà degli anni novanta l'Australia è l'unico paese ad aver registrato un incremento della produttività del lavoro maggiore di quello statunitense (tabella II.1). È inoltre l'unico, all'infuori degli Stati Uniti, in cui la produttività del lavoro ha segnato un'accelerazione rispetto alla prima metà degli anni novanta e al decennio precedente. Va altresì notato che in entrambi questi paesi l'accelerazione misurata dall'incremento della produttività multifattoriale (ossia dell'espansione della produzione che non può essere attribuita ad aumenti degli input lavoro e capitale) è da ricondurre al più forte tasso di progresso tecnologico, e potrebbe perciò risultare più duratura. Il contributo dell'intensità di capitale (ossia dell'incremento di capitale per occupato),

Variazioni della produttività del lavoro nel settore delle imprese									
	Produzione oraria	di cui:		Produzione oraria	di cui:		Produzione oraria	di cui:	
		capitale ¹	pmf ²		capitale ¹	pmf ²		capitale ¹	pmf ²
	1996-99			1990-95			1981-89		
tassi annui, in percentuale e punti percentuali									
Australia	3,1	1,0	2,1	1,8	0,6	1,2	1,5	0,5	1,0
Stati Uniti	2,3	0,5	1,8	1,0	0,2	0,8	1,3	0,2	1,1
Germania	2,1	1,0	1,1	2,2	1,2	1,0	...	...	...
Giappone	2,1	1,2	0,9	2,9	1,6	1,3	3,1	1,1	2,0
Svizzera	1,9	1,0	0,9	0,7	1,2	-0,5	...	...	...
Svezia	1,7	0,6	1,1	2,1	0,9	1,2	1,5	0,6	0,9
Francia	1,6	0,5	1,1	2,3	1,4	0,9	3,4	1,1	2,3
Regno Unito	1,5	0,5	1,0	1,8	0,6	1,2	3,4	0,5	2,9
Norvegia	1,4	0,3	1,1	3,2	0,7	2,5	1,4	0,9	0,5
Canada	0,9	0,6	0,3	1,4	1,1	0,3	1,4	1,3	0,1
Danimarca	0,9	0,6	0,3	3,7	1,3	2,4	2,5	...	...
Italia	0,7	0,8	-0,1	2,7	1,4	1,3	2,3	0,9	1,4
Paesi Bassi	0,4	-0,2	0,6	2,9	0,9	2,0	3,4	...	...
Spagna	0,4	0,3	0,1	2,6	2,0	0,5	3,9	...	...

¹ Intensità di capitale. ² Produttività multifattoriale.
 Fonte: US Federal Reserve Bulletin, ottobre 2000 (sulla base di dati OCSE). Tabella II.1

sebbene dipenda in parte dai dati utilizzati (si veda oltre), pare essere stato più modesto.

In tutti i paesi dell'area dell'euro compresi nella tabella la crescita della produttività del lavoro è rallentata nella seconda metà degli anni novanta. La flessione è stata più pronunciata nei paesi (Francia, Italia, Paesi Bassi e Spagna) che hanno conseguito i maggiori risultati nel migliorare il funzionamento dei mercati del lavoro e nel promuovere la crescita dell'occupazione. In Francia, la creazione di posti di lavoro sembra essere stata favorita dalla riduzione dei contributi previdenziali per la manodopera poco specializzata. L'Italia, la Spagna e i Paesi Bassi hanno abbassato i proibitivi costi di licenziamento e facilitato l'impiego di personale a tempo determinato e a tempo parziale. Il successo di tali provvedimenti è un fatto positivo, ma l'altra faccia della medaglia è stato un netto aumento dell'intensità del lavoro con un corrispondente calo del tasso di crescita della produttività di questo fattore. Anche i paesi nordici possono essere inclusi in questo gruppo di economie, mentre gli andamenti in Svizzera sono di più difficile interpretazione. Questo paese è infatti riuscito nell'arco di appena tre anni a ridurre il tasso di disoccupazione da oltre il 5% a meno del 2%; ciò nonostante, diversamente da quanto avvenuto nell'area dell'euro, la crescita della produttività è di fatto aumentata rispetto alla prima metà degli anni novanta.

Alla minore crescita della produttività fanno riscontro mercati del lavoro più efficienti in Europa

Oltre agli effetti delle riforme del mercato del lavoro, il più lento ritmo di crescita della produttività multifattoriale e del lavoro nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti può essere dovuto al diverso impatto della rivoluzione informatica. Gli Stati Uniti hanno beneficiato in misura ben superiore della produzione e dell'utilizzo di apparecchiature ad alta tecnologia. Inoltre, le condizioni fortemente competitive sul mercato statunitense hanno indubbiamente accresciuto i vantaggi derivanti dall'innovazione tecnologica. L'Europa invece, oltre ad avere mercati meno competitivi, è anche meno avanzata sul piano della produzione informatica e dell'utilizzo di apparecchiature high-tech. Tuttavia, è ancora possibile attendersi che i paesi europei conseguano una più rapida crescita della produttività nel medio termine, a condizione che continuino a liberalizzare i mercati dei prodotti e del lavoro e che imitino il processo di innovazione degli Stati Uniti.

La rivoluzione informatica

Nel Regno Unito e in Canada il tasso di crescita della produttività del lavoro è diminuito, probabilmente a causa del fatto che gli effetti della deregolamentazione del mercato del lavoro hanno più che compensato quelli generati dall'aumento della spesa in conto capitale. Anche in Giappone i guadagni di produttività sono rallentati, sia nel corso degli anni novanta che rispetto al decennio precedente. Ciò era forse prevedibile dato il basso tasso di crescita del prodotto negli ultimi dieci anni. Ma gran parte del rallentamento della produttività del lavoro è riconducibile a un tasso di progresso tecnologico apparentemente più basso (ovvero un aumento della produttività multifattoriale) e potrebbe perciò risultare di più lunga durata. Per converso, il contributo dell'intensificazione del capitale si è invece mantenuto relativamente stabile.

Crescita della produttività in altri paesi

Il punto centrale della seconda questione (il ruolo del settore informatico e degli investimenti di questo tipo negli Stati Uniti) è che il maggiore contributo fornito dall'intensità di capitale durante la seconda metà degli anni novanta

Ruolo del settore e degli investimenti IT negli USA

può essere interamente spiegato dagli investimenti in tecnologie informatiche (tabella II.2). Il contributo degli altri investimenti nel settore delle imprese (impianti e strutture non informatiche) si è mantenuto su un livello ben inferiore a quello del periodo 1974–1990. Il maggiore contributo fornito dal progresso tecnologico pare essersi diviso in ugual misura fra i produttori e gli utilizzatori di apparecchiature informatiche. Fra questi ultimi, guadagni di produttività particolarmente ingenti sono stati registrati dal commercio all'ingrosso e al dettaglio e dal settore finanziario. Per contro, la crescita della produttività è diminuita nei comparti dei trasporti e delle telecomunicazioni, nonché in quello della produzione di manufatti non durevoli.

La terza questione (l'entità della componente ciclica della crescita della produttività) è forse la più importante per quanto riguarda le prospettive a breve dell'economia statunitense. Sfortunatamente, è anche quella cui è più difficile rispondere. Molti osservatori stimano che il tasso di crescita potenziale negli Stati Uniti sia salito a circa il 3,5–4%, a fronte del 2–2,5% degli anni ottanta e della prima metà dei novanta. Con un incremento annuo delle forze di lavoro appena superiore all'1%, ciò implicherebbe una crescita costante della produttività del lavoro del 2,5–3%. Tuttavia, questo tasso è stato raggiunto unicamente verso la fine del periodo 1995–2000. Inoltre, per mantenerlo sarebbe necessario che la spesa in conto capitale continuasse a crescere al ritmo rapido registrato fino a metà dello scorso anno. Qualora il tasso di crescita potenziale fosse effettivamente aumentato al 4% circa, i profitti e i corsi azionari poggierebbero su basi più solide. Se di conseguenza la spesa in consumi si ravvivasse, la decelerazione in corso negli Stati Uniti avrebbe durata più breve, comportando forse essenzialmente una correzione delle scorte. Viceversa, se la suddetta stima della crescita di lungo periodo del prodotto e della produttività è errata per eccesso, è probabile che lo siano anche le attuali aspettative di crescita degli utili. In questo tipo di scenario, sia i consumi che gli investimenti rimarrebbero presumibilmente stagnanti e potrebbero addirittura subire un'ulteriore flessione.

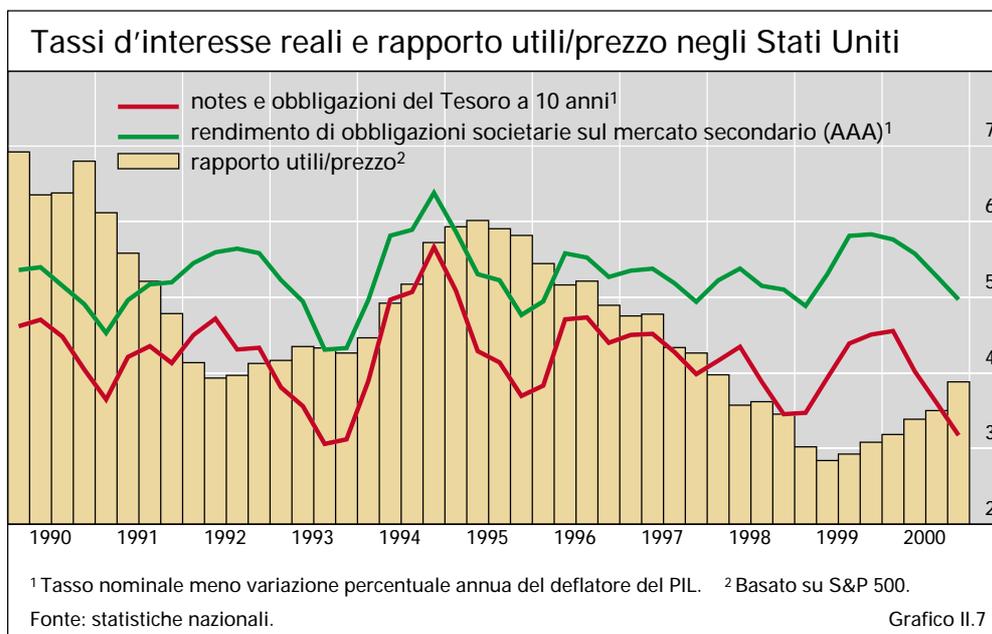
Interrogativi circa il tasso potenziale di crescita negli Stati Uniti

Contributi alla crescita della produttività del lavoro nel settore delle imprese USA non agricole			
	1996–99	1991–95	1974–1990
	tassi annui, in percentuale e punti percentuali		
Produttività del lavoro	2,6	1,5	1,4
Intensità di capitale	1,1	0,6	0,8
Tecnologia informatica ¹	1,0	0,5	0,4
Altri investimenti	0,1	0,1	0,4
Qualità del lavoro	0,3	0,4	0,2
Produttività multifattoriale	1,2	0,5	0,3
Settori ad alta tecnologia ²	0,7	0,3	0,2
Altri settori	0,5	0,2	0,1

Nota: elaborazioni degli autori sulla base di dati del Bureau of Labor Statistics e del Bureau of Economic Analysis.

¹ Hardware, software e apparecchiature di comunicazione. ² Computer e semiconduttori.

Fonte: S.D. Oliner e D.E. Sichel, "The resurgence of growth in the late 1990s: Is information technology the story?", *Journal of Economic Perspectives*, autunno 2000. Tabella II.2



Una valutazione della componente permanente o di trend della crescita della produttività del lavoro basata sulle recenti esperienze presenta un altro problema. È possibile infatti che gli elevati livelli della domanda legati al ciclo abbiano stimolato la produttività del lavoro in via solo temporanea. Questo problema è chiaramente manifesto nelle attuali stime, che differiscono ampiamente a seconda delle ipotesi assunte e delle metodologie impiegate. Stando alle stime elaborate dal Council of Economic Advisors statunitense, il miglioramento della produttività del lavoro nel periodo 1995–2000 è quasi interamente strutturale, il che convaliderebbe le ipotesi di una più elevata crescita potenziale del prodotto. Per contro, taluni analisti del settore privato attribuiscono il miglioramento, in una misura compresa fra un terzo e metà, a fattori ciclici. Gli indicatori economici correnti indicherebbero una componente ciclica relativamente importante. L'andamento del grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria corrobora in certa misura la tesi secondo cui l'attività di investimento (specie in apparecchiature ad alta tecnologia) potrebbe ridursi, facendo venir meno un fattore di sostegno al tasso di crescita della produttività del lavoro finora osservato. Nell'ultimo triennio, durante il quale la produzione industriale è cresciuta a un ritmo annuo del 5–6%, il livello di utilizzo della capacità è rimasto al disotto della media di lungo periodo e si è drasticamente ridotto nella seconda metà del 2000 contestualmente al rallentamento della crescita. Inoltre, a causa dei problemi di finanziamento incontrati di recente da numerose società tecnologiche di nuova costituzione, la produttività del lavoro potrebbe risentire negativamente del diminuito tasso di progresso tecnologico, oltre che del minore contributo dell'intensità di capitale. Infine, i più recenti dati sulla crescita della produttività del lavoro danno motivo di preoccupazione. Sebbene la produttività oraria crescesse ancora intorno al 4½% allorché l'economia ha iniziato a rallentare nel 2000, essa è in effetti diminuita nel primo trimestre di quest'anno. Nondimeno, in considerazione della velocità con cui è decelerato il prodotto, nonché dei

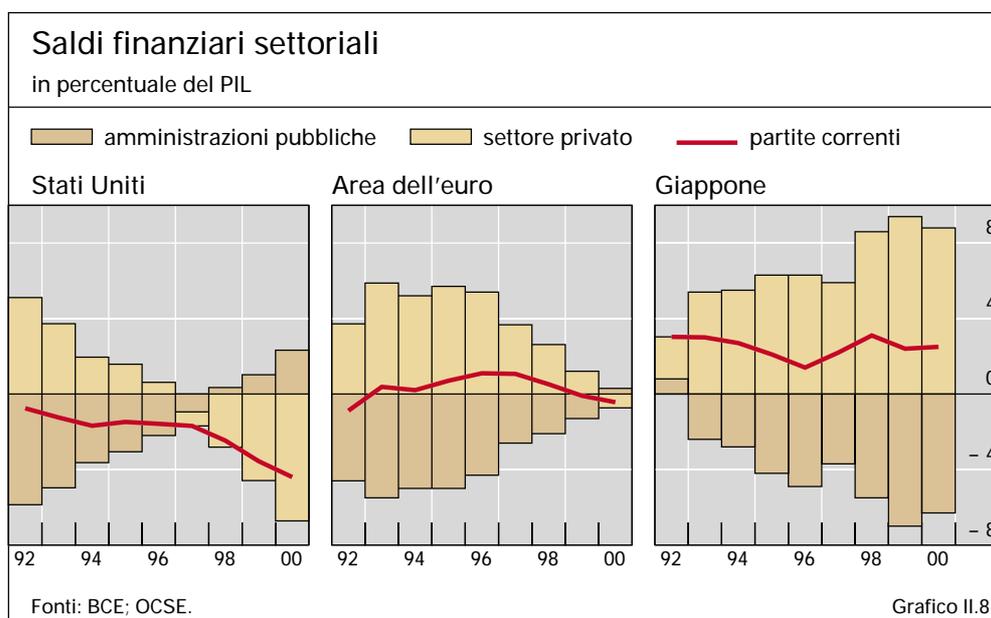
Stime della
componente ciclica

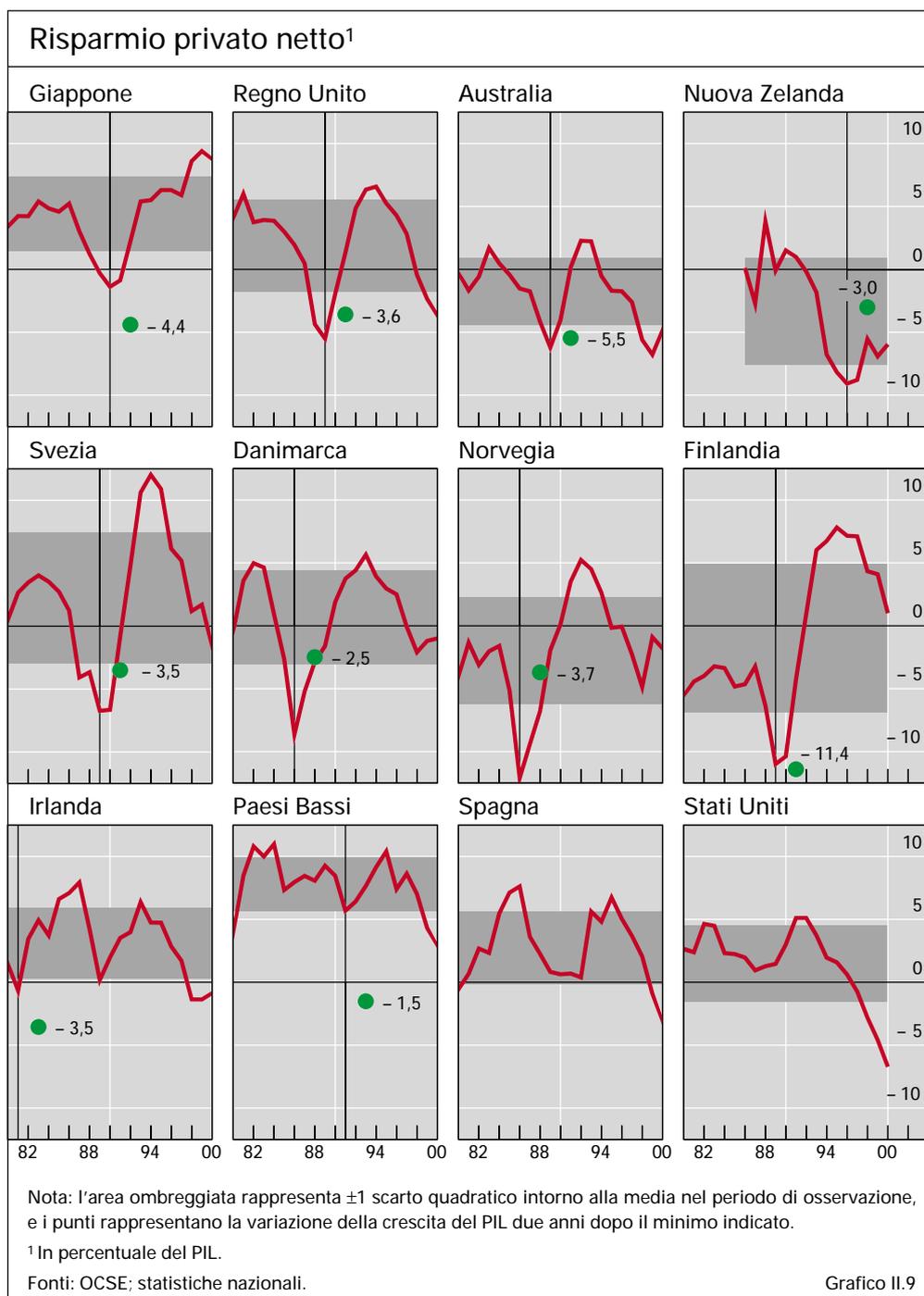
vincoli posti all'aggiustamento dell'occupazione anche in un'economia con un mercato del lavoro flessibile, le ultime cifre forniscono un'indicazione soltanto parziale e imperfetta della crescita della produttività a lungo termine.

Dagli indicatori correnti del mercato finanziario degli Stati Uniti parrebbe che gli investitori, a torto o a ragione, abbiano fatto propria l'ipotesi di una crescita potenziale prossima al 4% (grafico II.7). A seguito della correzione verso il basso dei rapporti prezzo/utigli dall'inizio dello scorso anno, i rendimenti impliciti dei titoli azionari indicherebbero un tasso di crescita di lungo periodo di circa il 3½%, non lontano dalla stima prevalente. Ciò implicherebbe che gli investitori del comparto azionario considerano che il recente ridimensionamento degli utili attesi sia solo temporaneo. L'utilizzo dei tassi obbligazionari reali a lunga come parametro per un'approssimazione della crescita di lungo periodo si rivela più problematico. Il risultato dipende non solo dal tasso nominale applicato, ma anche dalla misurazione delle aspettative di inflazione.

Saldi finanziari, risparmio e debito

Il rallentamento dell'attività negli Stati Uniti nel secondo semestre 2000 ha fatto sorgere l'interrogativo circa il possibile palesarsi di eccessi e fragilità finora celati dalla rapida espansione degli ultimi anni. Tale problematica va affrontata da diverse angolature. La prima inizia dalla constatazione che, dopo aver segnato una persistente eccedenza negli anni ottanta e nei primi anni novanta, il risparmio netto (ossia, il risparmio al netto degli investimenti) del settore privato è calato nel 2000 a -6½% del PIL (grafici II.8 e II.9). Sebbene tale disavanzo sia stato facilmente finanziato mediante il risparmio dei settori pubblico ed estero, non è escluso che possano comunque emergere problemi. Storicamente, gli anni in cui il risparmio privato netto è sceso a livelli sensibilmente inferiori alla media di lungo periodo (e l'espansione del credito a questo settore è stata particolarmente elevata; si veda il Capitolo VII) sono stati solitamente seguiti da un marcato rallentamento della crescita del PIL





(grafico II.9). Così è avvenuto in Danimarca e Norvegia dopo il 1986, nel Regno Unito, in Australia e in Finlandia verso la fine degli anni ottanta e in Giappone dopo il 1990. Inoltre, anche in altri paesi industriali che lo scorso anno hanno registrato un livello di risparmio privato netto notevolmente inferiore alla media di lungo periodo (Irlanda, Paesi Bassi e Spagna) si sono progressivamente acuiti i timori di surriscaldamento e di squilibri finanziari.

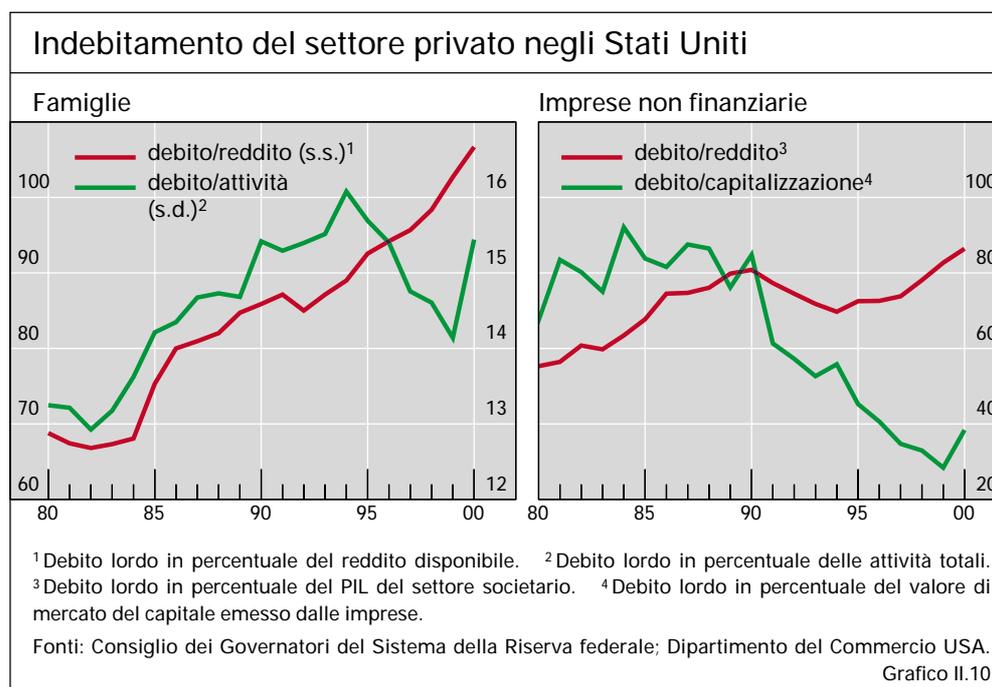
Il disavanzo finanziario del settore privato statunitense si distingue anche per il suo ritmo di crescita, quasi il 12% del PIL dal 1992. Il connesso aumento del debito (grafico II.10) e i timori che una dinamica più lenta del reddito nominale e del cash flow ne potessero rendere problematico il servizio sono

Condizioni di credito più stringenti

stati tra i fattori sia all'origine dell'inasprimento delle condizioni sul mercato del credito sia dei più stringenti standard creditizi imposti dalle banche. Nel 2000 la quota delle banche che hanno inasprito tali standard è stata la più elevata dalla recessione del biennio 1990-91. Inoltre, alla fine dello scorso anno gli spreads sulle obbligazioni societarie risultavano più ampi che al culmine della crisi del 1998 (Capitolo VI). Oltre che dai crescenti livelli di indebitamento, i timori dei detentori di obbligazioni circa il merito di credito di mutuatari un tempo altamente affidabili possono essere stati alimentati dalle più rapide trasformazioni tecnologiche connesse con la nuova economia. Le società che hanno investito massicciamente in apparecchiature high-tech hanno dinanzi a sé incerte prospettive di profitto ed è probabile che non siano in grado di generare flussi di cassa stabili. A ciò si aggiunge il fatto che inizialmente i loro costi di ammortamento aumenteranno di molto, e addirittura in misura esponenziale, qualora le nuove tecnologie rendano di fatto obsoleto il loro stock di capitale.

Andamenti del risparmio nazionale

Ovviamente le tendenze del risparmio netto e del debito privato nelle economie maggiori vanno considerate alla luce delle variazioni intervenute nel risparmio e nell'investimento totale, nonché nella composizione settoriale. In primo luogo, negli Stati Uniti il risparmio nazionale in percentuale del PIL si è mantenuto relativamente stabile durante gli anni novanta. In considerazione dell'andamento tradizionalmente prociclico del risparmio e della rapida espansione del reddito, questa stabilità potrebbe celare un deterioramento del saggio di risparmio sottostante. Pare tuttavia che il più ampio deficit di risparmio aggregato vada per lo più imputato all'esuberanza della spesa per investimenti. Ciò è in netto contrasto con gli andamenti in Giappone, dove l'incertezza riguardo al futuro ha mantenuto il risparmio privato su tassi relativamente elevati, impedendo che a livello aggregato esso calasse altrettanto fortemente quanto gli investimenti. Ancora diverso è il quadro presentato dall'area



Andamento del risparmio delle famiglie								
	in percentuale e punti percentuali							
	Canada	Svezia	Finlandia	Stati Uniti	Italia	Nuova Zelanda	Danimarca	Regno Unito
Massimo anni '90 (anno)	13,2 (1991)	11,5 (1993)	10,0 (1992)	8,7 (1992)	18,7 (1991)	5,5 (1991)	11,2 (1990)	11,4 (1992)
2000	3,2	2,0	0,7	-0,1	10,4	-1,9	4,2	4,4
Variazione ¹	-10,0	-9,5	- 9,3	-8,8	-8,3	-7,4	-7,0	-7,0
Debito/PIL ²	16,2	-4,7	-15,8	18,2	14,3	...	8,2	16,4
	Australia	Paesi Bassi	Giappone	Belgio	Germania	Spagna	Svizzera	Francia
Massimo anni '90 (anno)	9,3 (1990)	14,9 (1995)	15,4 (1991)	18,4 (1992)	13,1 (1991)	14,4 (1993)	10,8 (1993)	16,2 (1997)
2000	3,1	9,4	11,1	14,3	9,8	11,6	8,1	15,8
Variazione ¹	- 6,2	-5,5	- 4,3	-4,1	-3,3	-2,8	-2,7	-0,4
Debito/PIL ²	30,0	22,4	12,6	13,5	18,8	16,0	...	-0,2

¹ Dal massimo degli anni '90 al 2000. ² Variazione nel rapporto debito/PIL, 1981-1990 (per la Finlandia, 1992; per la Danimarca e i Paesi Bassi, 1995; per il Regno Unito, 1987; per l'Australia, 1988; per la Germania, 1991) fino all'osservazione più recente.
 Fonti: OCSE; statistiche nazionali. Tabella II.3

dell'euro, dove i tassi di risparmio e di investimento in termini aggregati sono risultati sostanzialmente stabili nello scorso decennio.

In secondo luogo, la flessione del risparmio privato (con il connesso aumento degli squilibri finanziari e del debito) è stata generalmente più pronunciata nel settore delle famiglie (tabella II.3). Rispetto al massimo del 1992, il tasso di risparmio delle famiglie USA si è contratto di circa 9 punti percentuali; in Canada, Finlandia e Svezia il calo è stato ancor più marcato. L'indebitamento delle famiglie statunitensi in rapporto al PIL è cresciuto più di quello del settore societario. Andamenti analoghi sono stati osservati nei Paesi Bassi, in Australia e, in misura minore, in Italia e in Canada. Tuttavia, la riduzione dei tassi ipotecari ha contribuito in numerosi paesi a contenere gli esborsi per interessi, malgrado la crescita del debito. Infine, l'indebitamento delle famiglie è risultato stabile o decrescente se misurato in rapporto alla ricchezza, benché il recente drastico ribasso dei corsi azionari potrebbe in alcuni casi aver modificato questo dato.

Flessione generalizzata del risparmio delle famiglie

In terzo luogo, mentre il rapporto fra il debito e il valore aggiunto delle imprese USA ha segnato di fatto un massimo storico, quello fra il debito e il capitale proprio si è significativamente ridotto nel corso dell'ultimo decennio, nonostante gli ingenti riacquisti di azioni proprie finanziati con il ricorso al credito (grafico II.10). Se gli investimenti sono stati eccessivi e i prezzi azionari sono andati oltre le prospettive future di profitto, questo rapporto debito/capitale fornirebbe ovviamente un'immagine distorta. Tuttavia, anche sostituendo i valori contabili a quelli di mercato, lo scorso anno il rapporto si sarebbe comunque situato al disotto della media di lungo periodo. Per giunta, gli interessi passivi netti in rapporto al cash flow e alle attività correnti hanno mostrato una sostanziale stabilità negli anni novanta. Se però le misure del debito e della liquidità vengono disaggregate in base alla dimensione aziendale,

Accresciuto indebitamento delle imprese USA

vi sono indicazioni di crescenti vulnerabilità per le piccole imprese. Queste ultime hanno maggiori probabilità di essere “schiacciate” nei mercati finanziari, soprattutto se non hanno un passato consolidato di risultati reddituali.

Il confronto con il Giappone della fine degli anni ottanta mette in luce analogie ...

È interessante raffrontare gli andamenti degli Stati Uniti a partire dalla metà degli anni novanta con quelli del Giappone durante la seconda parte degli anni ottanta. Come mostra la tabella II.4, vi sono varie analogie ma anche divergenze significative. In entrambi i casi è aumentata la crescita media del PIL rispetto al quinquennio precedente, così come la crescita della produttività del lavoro e il tasso di progresso tecnologico. In ambedue i paesi anche la quota degli investimenti in macchinari e apparecchiature sul PIL si è accresciuta e l'intensificazione di capitale ha contribuito in misura significativa all'incremento della produttività del lavoro. Nell'uno e nell'altro caso, la forte crescita degli investimenti va probabilmente ricondotta alla più elevata redditività attesa in un contesto di basso costo del capitale. I tassi d'interesse reali a lungo termine sono rimasti stabili o sono scesi durante la fase espansiva e, se si tiene conto anche dell'aumento dei rapporti prezzo/utigli (ovvero dell'implicito calo del premio sul capitale di rischio), il costo complessivo del capitale è stato verosimilmente molto basso. Nonostante la più rapida crescita del prodotto, l'inflazione è diminuita nei due paesi poiché i maggiori guadagni di produttività e l'apprezzamento della valuta hanno concorso a smorzare le pressioni dei costi. Infine, ambedue le economie

Andamenti comparati in Giappone e negli Stati Uniti					
	Giappone			Stati Uniti	
	1981-85	1986-1990	1991-95	1991-95	1996-2000
PIL reale ¹	3,3	4,9	1,4	2,4	4,3
Produttività del lavoro ¹	2,3	3,4	0,8	1,4	2,7
Prezzi al consumo ¹	2,8	1,3	1,4	3,1	2,5
Investimenti non residenziali/PIL ²	15,7	17,9	16,7	10,4	12,5
Tasso d'interesse reale ³	4,8	4,2	3,6	4,2	4,1
Rapporto prezzo/utigli ⁴	35,2	69,5 ⁵	86,5	17,5	32,4 ⁵
Importazioni/PIL ²	12,5	8,1	7,5	11,1	13,2
Prezzi immobili residenziali ⁶	131	190	172	113	147
Quotazioni azionarie ⁶	211	563 ⁵	314	187	452 ⁵
Tasso di cambio nominale effettivo ⁶	129	154	208	99	122
Risparmio privato netto/PIL ²	4,7	1,6	3,7	3,5	-2,8
Saldo di bilancio/PIL ²	-2,8	1,3	-1,1	-4,5	0,1
Partite correnti/PIL ²	1,8	2,8	2,6	-1,0	-2,7
Afflussi netti di capitale/PIL ^{2,7}	-1,3	-3,6	-0,9	0,1	3,3
Risparmio famiglie/reddito disponibile ²	22,0	17,6	14,0	7,2	3,1
Debito delle famiglie/PIL ⁸	47	61	63	67	74
Debito delle imprese/PIL ⁸	99	131	132	69	73
Moneta in senso ampio ¹	8,3	10,4	2,1	1,8	8,7

¹ Variazione annua media in percentuale. ² Percentuali; media del periodo. ³ Tasso nominale a dieci anni meno tasso annuo d'inflazione (deflatore dei consumi); media del periodo. ⁴ Fine periodo. ⁵ Massimo nell'ultimo anno del periodo. ⁶ Indice (1980 = 100 per il Giappone; 1990 = 100 per gli Stati Uniti); fine periodo. ⁷ Investimenti netti diretti e di portafoglio. ⁸ Percentuali; fine periodo.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali; BRI.

Tabella II.4

hanno registrato un miglioramento dei saldi di bilancio e una flessione del risparmio privato netto.

Considerando ora le differenze, negli anni del boom la crescita media annua della moneta in senso ampio rispetto a quella del PIL nominale è stata alquanto più sostenuta in Giappone (4,1 punti percentuali) che negli Stati Uniti (2,6 punti percentuali). In Giappone, inoltre, la liquidità aggiuntiva ha avuto un maggiore impatto al rialzo sui prezzi delle attività, in particolare gli immobili, ma anche i titoli azionari. In questo paese anche l'aumento della leva finanziaria del settore privato è stato più accentuato che negli Stati Uniti e, poiché la maggior parte della corrispondente espansione del credito negli anni 1986–1990 è di origine bancaria, le banche nipponiche hanno accresciuto la loro esposizione al rischio più di quanto abbiano fatto quelle statunitensi negli anni 1996–2000. Ciò vale in particolare per quanto riguarda la distribuzione settoriale dei prestiti, in quanto il credito bancario in Giappone è stato altamente correlato all'aumento speculativo dei prezzi immobiliari. Per contro, negli Stati Uniti il finanziamento di imprese produttrici di beni e servizi ha rappresentato gran parte dell'espansione del credito bancario.

... nonché
differenze ...

Un'altra differenza fondamentale concerne l'andamento del saldo con l'estero. Mentre nel periodo 1986–1990 il Giappone ha registrato un aumento dell'eccedenza corrente e dei deflussi netti di capitale, la crescita economica negli Stati Uniti si è accompagnata a un deterioramento del disavanzo corrente e a un crescente fabbisogno di capitali esteri. Lo squilibrio esterno statunitense, sebbene probabilmente non sostenibile nel lungo periodo, può aver prodotto un effetto benefico, in quanto le imprese USA sono state costantemente sollecitate – sul piano sia interno che internazionale – a migliorare profitti e tassi di redditività. Anche le imprese giapponesi sono state esposte a pressioni competitive, provenienti in particolare da altri paesi asiatici. Ciò nondimeno, il loro principale obiettivo è stato quello di trovare favorevoli opportunità di investimento all'estero.

... in particolare
per quanto
riguarda il saldo
esterno

Il calo del saggio di investimento in Giappone negli anni 1991–95 potrebbe indicare che il boom degli investimenti, che ha riguardato sia macchinari che strutture, è proceduto a dismisura e che il ridimensionamento di uno stock di capitale con vita economica relativamente lunga è protratto nel tempo e doloroso. Invece, negli Stati Uniti l'espansione degli investimenti si è per lo più limitata ad apparecchiature ad alta tecnologia con vita economica relativamente breve. Gli eventuali eccessi sono pertanto più rapidamente correggibili, anche se le perdite potenziali per creditori e investitori possono comunque essere ingenti.

Correzione dello
stock di capitale

Interscambio mondiale e saldi con l'estero

Con la ripresa della crescita globale, al livello più alto da oltre quindici anni, il commercio mondiale in termini di volumi è cresciuto del 13½% rispetto al 1999 (tabella II.5). Lo scorso anno il commercio estero in rapporto al prodotto globale è pertanto ulteriormente aumentato, proseguendo la tendenza che ha caratterizzato tutto il periodo postbellico. In larga misura, tale tendenza è dovuta a cambiamenti nei processi produttivi delle imprese (tabella II.6).

Netto aumento
dell'interscambio
mondiale e delle
quote del
commercio estero
sul prodotto

Interscambio mondiale e prezzi				
	1991-97	1998	1999	2000
	variazioni percentuali annue			
Volumi dell'interscambio	7,1	4,6	5,6	13,4
Prezzi dell'interscambio (in dollari USA)	0,2	- 6,1	-1,5	-0,3
Manufatti	0,1	- 1,7	-2,0	-6,2
Petrolio	-2,5	-32,1	37,5	56,9
Altre merci	1,8	-14,7	-7,1	1,8
Ragioni di scambio				
Paesi industriali	0,3	1,7	0,1	-3,4
Economie emergenti	-0,7	- 7,1	5,0	6,4

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Tabella II.5

Questi ultimi sono diventati sempre più disaggregati sia orizzontalmente che verticalmente, sotto la pressione della più intensa concorrenza sui mercati mondiali dei beni e per effetto degli sforzi delle aziende tesi a sfruttare i vantaggi dei crescenti rendimenti di scala a livello di stabilimento. Rispetto al passato, ogni processo si articola ora in un maggior numero di fasi intermedie che, essendo ripartite fra diversi paesi, contribuiscono ad ampliare la quota dell'interscambio nelle varie economie. A ciò ha contribuito anche il fatto che, grazie al progresso tecnologico e ai più bassi costi delle comunicazioni, si è altresì ampliato il novero dei servizi scambiabili internazionalmente. Ciò nonostante, l'incidenza rilevata dei servizi nel commercio mondiale ha mostrato, alquanto sorprendentemente, una notevole stabilità.

Ulteriore ribasso
dei prezzi dei beni

Malgrado l'accelerazione dei volumi dell'interscambio, nel 2000 è proseguito il calo dei prezzi internazionali (in dollari e in DSP) dei manufatti osservato per tutti gli anni novanta, fornendo un ulteriore riscontro della perdita di potere delle imprese nella determinazione dei prezzi sui mercati globali dei beni. A

Quote del commercio estero ¹				
	1981-1990	1995	1999	2000
	in percentuale del PIL			
Stati Uniti	7,9	11,6	13,9	14,8
Area dell'euro	11,9	14,3	17,6	19,0
Giappone	7,1	8,4	9,1	9,9
Regno Unito	22,9	28,5	33,9	35,9
Canada	23,7	35,9	43,7	46,3
Australia	13,3	18,4	20,5	21,6
Svezia	28,4	37,1	45,0	47,7
Svizzera	28,8	33,1	39,2	41,4
<i>Servizi/Totale</i>	<i>21,5</i>	<i>20,4</i>	<i>21,2</i>	<i>19,9</i>

¹ Media delle esportazioni e importazioni di beni e servizi; definizione di contabilità nazionale (in termini reali).
Fonti: OCSE; statistiche nazionali. Tabella II.6

Bilancia dei pagamenti nelle tre principali aree economiche									
	Conto corrente			Conto finanziario			Saldo complessivo ¹		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
	in miliardi di dollari USA								
Stati Uniti	-217	-331	-435	174	338	487	- 43	7	52
Area dell'euro	35	- 7	- 32	-218	-166	-144	-183	-173	-176
Giappone	120	109	118	- 63	- 36	- 60	57	73	58

¹ Sommatorie delle due serie di colonne precedenti.
 Fonti: BCE; statistiche nazionali.

Tabella II.7

seguito del netto rincaro del petrolio e del recupero dei prezzi di altre materie prime, le ragioni di scambio dei paesi industriali si sono deteriorate. Per contro, l'evoluzione dei prezzi del commercio estero ha impresso un considerevole impulso alla dinamica del reddito reale nei paesi petroliferi nonché in quelli che si basano sull'esportazione di metalli.

Per quanto concerne le variazioni dei conti con l'estero, uno degli sviluppi più sorprendenti degli ultimi anni è stato il deterioramento della bilancia delle partite correnti dell'area dell'euro, che da un avanzo di circa \$70 miliardi nel 1997 è passata a un disavanzo di oltre \$30 miliardi lo scorso anno (tabella II.7). Negli anni 1997-99, periodo in cui la crescita della domanda nell'area dell'euro è stata relativamente lenta, l'aumento nelle importazioni (in termini sia nominali che reali) ha di gran lunga sopravanzato quello delle esportazioni. L'anno scorso poi, allorché il deprezzamento dell'euro ha contribuito notevolmente ad accelerare la dinamica delle esportazioni, le importazioni sono aumentate a un ritmo ancor più rapido per l'effetto combinato del rialzo dei corsi petroliferi e dell'indebolimento del cambio. All'Italia va attribuito circa un terzo del deterioramento intervenuto dal 1997, di riflesso alle consistenti perdite di quote di mercato e alla dipendenza relativamente elevata dalle importazioni di greggio. Germania e Spagna hanno contribuito ciascuna nella misura del 20% circa. Nel caso della Germania, il peggioramento va principalmente ricondotto ai crescenti disavanzi delle bilance dei servizi e degli investimenti netti, mentre il più ampio deficit commerciale della Spagna è imputabile alla crescita insolitamente robusta delle importazioni.

Peggioramento del saldo esterno dell'area dell'euro

Anche il Regno Unito ha visto deteriorarsi fortemente il proprio saldo corrente (2¼% in rapporto al PIL dal 1997), per lo più a causa del crescente

Relazione stimata fra risparmio e investimento nazionale ¹				
	α	β	R ²	$\Sigma Bop/Y$
1980-1989	10,5**	0,58**	0,62	2,3
1990-1995	9,3**	0,56**	0,68	2,0
1996-2000	17,2**	0,19*	0,08	3,6
2000	21,9**	0,01	-0,05	4,9

¹ L'equazione, stimata per 22 paesi industriali, è $I/Y = \alpha + \beta(S/Y)$ dove I/Y e S/Y rappresentano rispettivamente l'investimento e il risparmio aggregati in rapporto al PIL nella media dei periodi indicati nella prima colonna. $\Sigma Bop/Y$ è il rapporto medio bilancia dei pagamenti/PIL, calcolato senza tener conto del segno; * e ** indicano i livelli di confidenza rispettivamente del 90 e del 99%.

Tabella II.8

disavanzo commerciale. Il Canada e la Norvegia hanno invece fatto segnare un miglioramento pari rispettivamente al 3½ e all'8¼% del PIL. Nel caso della Norvegia ciò è dovuto soprattutto al rincaro del petrolio, mentre il Canada ha tratto vantaggio dal vigore della domanda statunitense, da ragioni di scambio più favorevoli e dai minori esborsi netti per interessi.

Un altro sviluppo interessante e di non facile interpretazione è che la relazione storica fra saggio di investimento e di risparmio nazionali pare essere mutata negli anni recenti. Come indicato dal calo dei coefficienti di regressione stimati, scesi da circa 0,6 per tutti gli anni ottanta e l'inizio dei novanta a solo 0,2 nella seconda parte degli anni novanta (tabella II.8), i saggi di investimento paiono essere divenuti progressivamente più indipendenti da quelli di risparmio. Tale andamento ha avuto come contropartita un aumento senza precedenti degli squilibri di parte corrente, il che solleva interrogativi sulla natura dei fattori che ne sono stati all'origine.

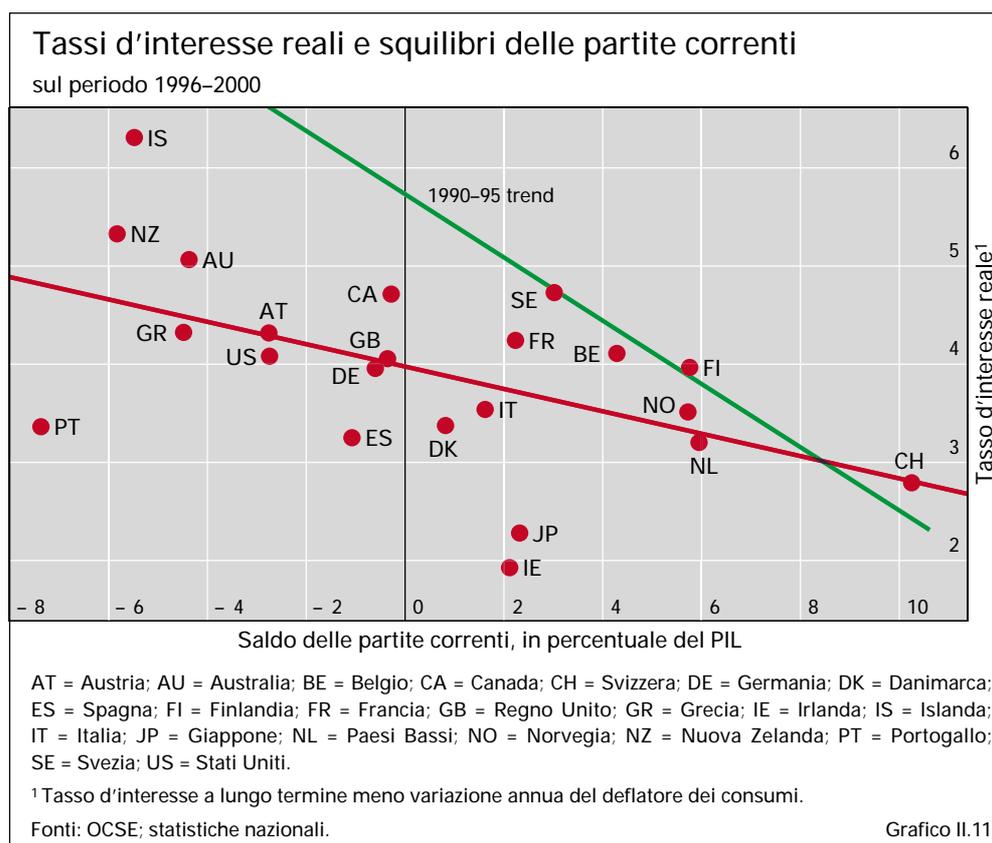
Una possibile spiegazione è che, essendosi ridotti i disavanzi pubblici, i mercati hanno prestato meno attenzione agli squilibri esterni. In secondo luogo, sebbene il passaggio all'unione monetaria in Europa abbia accresciuto significativamente gli scambi all'interno dell'area, esso è stato accompagnato da un netto ampliamento dei disavanzi correnti dei paesi partecipanti. Di fatto, questi cambiamenti hanno contribuito per circa la metà all'aumento degli squilibri aggregati nei periodi 1990-95 e 1996-2000.

Una terza e connessa spiegazione è che gli squilibri esterni correnti siano stati "indotti" o facilitati dal forte aumento dei flussi transfrontalieri di investimento e di portafoglio. Ciò vale soprattutto per i movimenti di capitale

La minore correlazione fra risparmio e investimento ...

... può rispecchiare gli effetti dell'unione monetaria ...

... mercati dei capitali più accomodanti ...



Saldi delle partite correnti nelle principali aree					
	1997	1998	1999	2000	Variazione 1997-2000
	in miliardi di dollari USA				
Paesi industriali	78	-33	-198	-298	-376
Paesi emergenti dell'Asia	26	114	112	88	62
America latina	-67	-90	- 56	- 48	19
Medio Oriente e Africa	- 2	-49	- 9	58	60
Economie in transizione	-24	-28	- 2	27	51
Totale	11	-86	-153	-173	-184

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Tabella II.9

all'interno dell'area dell'euro, ma anche per i flussi fra le tre maggiori regioni economiche mondiali. Come mostra la tabella II.7, gli afflussi netti per investimenti esteri diretti e di portafoglio a lungo termine negli Stati Uniti si sono accresciuti di pari passo con l'ampliamento del deficit corrente nel corso degli ultimi tre anni. In Giappone il saldo complessivo è risultato relativamente stabile, mentre nell'area dell'euro il disavanzo è gradatamente diminuito nonostante il deteriorarsi della bilancia corrente. Un'osservazione a sostegno dell'ipotesi secondo cui i mercati internazionali dei capitali sono divenuti più accomodanti nei confronti degli squilibri risparmio/investimento è che la reattività dei tassi d'interesse reali agli squilibri di parte corrente sembra essere diminuita nel corso degli anni novanta (grafico II.11). In altre parole, i differenziali di tasso d'interesse reale o di rendimento atteso necessari per convogliare il risparmio eccedente verso i paesi con favorevoli opportunità di investimento e deficit correnti paiono essersi assottigliati rispetto ai periodi precedenti.

Tuttavia, una quarta possibilità è che il cambiamento osservato nella relazione fra risparmio e investimento sia principalmente dovuto a errori di misurazione nelle statistiche della bilancia dei pagamenti mondiale. L'emergere di un'ampia discrepanza nella bilancia corrente mondiale risale per lo meno ai primi anni ottanta. Dal 1997 essa è stata particolarmente grande e solo la metà circa del deterioramento del saldo aggregato dei paesi industriali ha trovato contropartita in miglioramenti in altre aree (tabella II.9). Tuttavia, l'esperienza insegna che la discrepanza tende a ridursi rispetto alle previsioni e alle stime iniziali man mano che si rendono disponibili serie statistiche più complete e un numero crescente di paesi segnala le proprie transazioni con l'estero. Di conseguenza, la discrepanza crescente evidenziata nella tabella potrebbe rivelarsi sovrastimata. Ciò implicherebbe non solo che la posizione esterna aggregata dei paesi industriali possa essere più solida di quanto indicato dai dati attuali, ma anche che la recente relazione fra risparmio e investimento aggregato sia stata maggiormente in linea con il suo andamento storico.

... o l'ampliarsi
della discrepanza
mondiale