

## II. Gli andamenti nelle economie industriali avanzate

### Aspetti salienti

L'attività produttiva nei paesi industriali avanzati ha ripreso slancio nel 2003, grazie al considerevole stimolo impartito dalla politica economica negli Stati Uniti e all'aumento della domanda in Giappone. Al contempo, la crescita nell'area dell'euro è rimasta modesta. Una caratteristica della recente espansione è stato uno spostamento della spesa dal settore delle famiglie a quello delle imprese. Si sono inoltre stemperati i timori di deflazione.

Per quest'anno è previsto un ulteriore consolidamento della ripresa mondiale, mentre l'inflazione dovrebbe rimanere bassa (tabella II.1). Nondimeno, la sostenibilità dell'espansione non è immune da rischi di vario genere. Primo, l'indebolimento dei bilanci pubblici in numerosi paesi rende sempre più urgente il ripristino di credibili programmi fiscali a medio termine volti a ridurre i disavanzi. Secondo, il debito delle famiglie ha continuato ad aumentare, e ciò contrasta con il recente miglioramento dei bilanci societari. Terzo, gli squilibri mondiali dei conti correnti si sono ampliati e non è chiara l'evoluzione futura di eventuali processi di aggiustamento.

Le ipotesi circa le tendenze della produttività svolgono un ruolo determinante nel valutare se queste problematiche di medio periodo debbano o meno costituire fonte di grave preoccupazione. Anche se i raffronti a livello internazionale appaiono imprecisi, il miglioramento nella performance degli Stati Uniti fornisce, in prospettiva, alcuni motivi di ottimismo.

Crescita e inflazione										
variazioni medie annue, in percentuale										
	PIL reale					Prezzi al consumo <sup>1</sup>				
	1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>	1991–2000	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>
Paesi industriali avanzati <sup>3</sup>	2,6	1,0	1,5	2,1	3,2	2,3	2,1	1,5	1,8	1,6
Stati Uniti	3,3	0,5	2,2	3,1	4,6	2,8	2,8	1,6	2,3	2,2
Area dell'euro	2,1	1,6	0,9	0,4	1,6	2,4	2,3	2,3	2,1	1,8
Giappone	1,5	0,4	-0,3	2,7	3,1	0,8	-0,7	-0,9	-0,3	-0,2
Regno Unito	2,4	2,1	1,6	2,2	3,1	2,7	1,2	1,3	1,4	1,5
Canada	2,9	1,9	3,3	1,7	2,6	2,0	2,5	2,2	2,8	1,5
Australia	3,4	2,5	3,8	3,0	3,9	2,2	4,4	3,0	2,8	2,2
Altri paesi <sup>3, 4</sup>	2,1	1,5	1,5	0,7	2,4	2,1	2,2	1,8	1,7	0,9

<sup>1</sup> Per l'area dell'euro e il Regno Unito, indice armonizzato. <sup>2</sup> Consensus forecast di maggio. <sup>3</sup> Media ponderata basata sul PIL e sui tassi di cambio riferiti alle PPA del 2000. <sup>4</sup> Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera.

Fonti: Eurostat; © Consensus Economics; statistiche nazionali.

Tabella II.1

## La ripresa globale nel 2003

### Accelerazione della crescita

La ripresa ha  
acquistato vigore

La ripresa dei paesi industriali avviata nel 2002 si è consolidata lo scorso anno, specie nella seconda metà. Il miglioramento è giunto in parte inaspettato, se si considerano l'esiguità della precedente fase recessiva, la correzione degli investimenti dopo il boom degli ultimi anni novanta e l'elevata avversione al rischio degli inizi del 2003 sullo sfondo di tensioni geopolitiche e di clamorosi scandali societari.

Due pilastri della  
crescita mondiale

Il recupero ha interessato molte delle maggiori economie tramite una brusca accelerazione del commercio mondiale. Com'era prevedibile, un impulso determinante è provenuto dagli Stati Uniti, dove la ripresa si è rinsaldata, ma la domanda mondiale ha beneficiato anche del boom dell'Asia emergente; come si vedrà nel Capitolo III, il rapido sviluppo di questa regione è stato uno dei principali protagonisti della scena economica degli ultimi anni, concorrendo per circa la metà all'espansione del prodotto mondiale nel 2003 (tabella II.2).

Diverse sono le implicazioni di questo riassetto della crescita globale. Da un lato, l'accelerazione dell'export nei paesi asiatici emergenti ha richiamato l'attenzione sulle possibili ricadute per le economie industriali, in quanto accrescerà verosimilmente le pressioni sui lavoratori non qualificati già esercitate dal progresso tecnologico. Dall'altro, più di recente la domanda interna si è notevolmente rafforzata in alcuni paesi dell'Asia, ed è ormai chiaro il sempre maggiore affidamento del continente sulle esportazioni dall'area industriale. La Cina è divenuta uno dei principali importatori mondiali, e i suoi avanzi di parte corrente con gli Stati Uniti e l'Unione europea sono stati redistribuiti in favore dei paesi asiatici limitrofi, incluso il Giappone. A livello

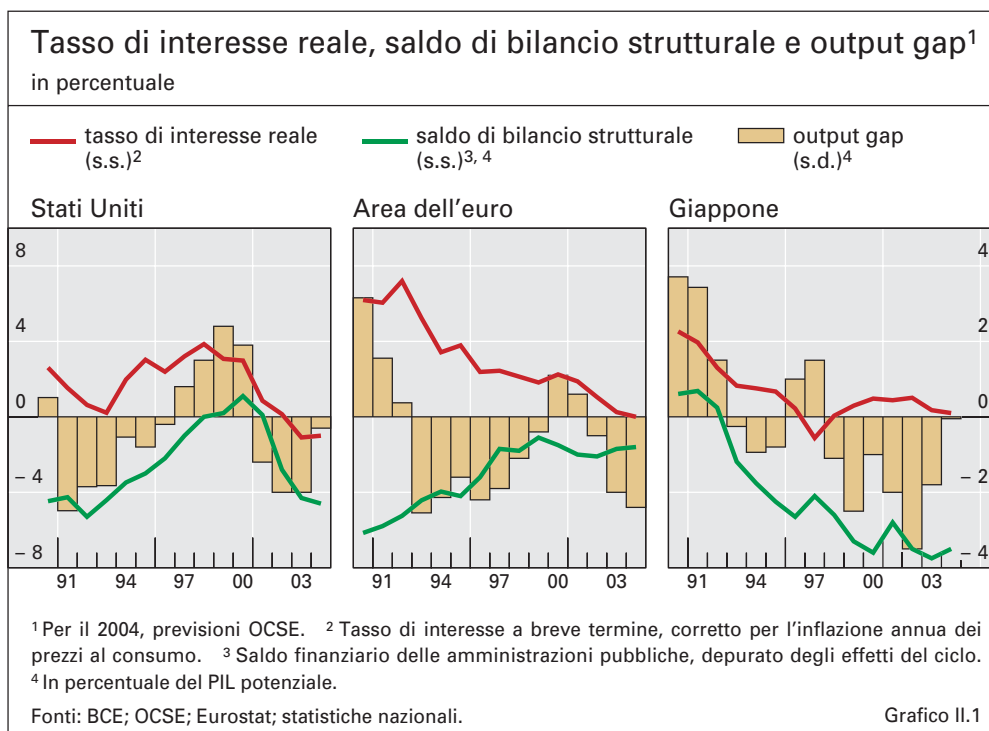
Il ruolo della Cina

Contributi alla crescita mondiale					
in punti percentuali					
	1991-2000 <sup>1</sup>	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>
Paesi industriali avanzati	1,5	0,6	0,8	1,1	1,7
di cui: domanda delle famiglie <sup>3</sup>	1,0	0,8	0,7	0,8	1,0
domanda delle imprese <sup>4</sup>	0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,6
domanda del settore pubblico <sup>5</sup>	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
di cui: Stati Uniti	0,8	0,1	0,5	0,7	1,0
Area dell'euro	0,4	0,3	0,1	0,1	0,3
Giappone	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2
Asia emergente <sup>6</sup>	1,6	1,3	1,6	1,9	1,9
di cui: Cina e India	1,2	1,0	1,2	1,5	1,5
Resto del mondo	0,2	0,5	0,6	0,9	1,0
Crescita mondiale <sup>7</sup>	3,3	2,4	3,0	3,9	4,6

<sup>1</sup> Media. <sup>2</sup> In base alle previsioni FMI e OCSE. <sup>3</sup> Spesa per consumi finali più investimenti fissi lordi in immobili residenziali del settore privato. <sup>4</sup> Investimenti lordi in immobili non residenziali del settore privato. <sup>5</sup> Spesa per consumi finali più investimenti fissi lordi del settore pubblico. <sup>6</sup> Asia escluso il Giappone. <sup>7</sup> In percentuale.

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

Tabella II.2



globale, inoltre, l'accentuata divisione del lavoro nei settori manifatturiero e dei servizi dovrebbe accrescere un po' ovunque l'efficienza e gli standard di vita. In particolare, tutti i consumatori potranno beneficiare dei più bassi prezzi di manufatti e servizi, dato che gli elevati guadagni di produttività in Asia vengono traslati sui prezzi all'esportazione.

Durante il 2003 la domanda nelle economie avanzate è stata sorretta da politiche espansive. I disavanzi di bilancio si sono ampliati in termini destagionalizzati, a causa del perdurante stimolo alla crescita del PIL fornito dall'aumento della spesa pubblica e dai tagli di imposta (grafico II.1). La principale eccezione è costituita dall'area dell'euro, dove il deficit strutturale si è contratto malgrado l'incremento del disavanzo fiscale in un contesto di debole espansione dell'economia. Anche le condizioni finanziarie sono state propizie, poiché tassi ufficiali e rendimenti a lunga sono rimasti bassi. I tassi di interesse reali, già prossimi o inferiori ai minimi storici, sono scesi ulteriormente. Gli spread societari si sono ridotti, mentre i corsi azionari hanno segnato progressi in tutte le piazze principali sotto la spinta dei favorevoli dati economici, degli annunci positivi sugli utili e di una generalizzata ricerca di maggiori rendimenti (Capitoli IV e VI).

Nonostante il rafforzamento delle interdipendenze su scala mondiale, la crescita non è stata uniforme. La dinamica del prodotto ha registrato il recupero maggiore negli Stati Uniti, dove le politiche sono state particolarmente espansive. Anche il Giappone ha messo a segno una considerevole ripresa, con tassi di crescita superiori al potenziale e una rapida diminuzione dell'output gap; sebbene l'attuale fase di rilancio sia principalmente riconducibile alla robustezza della domanda estera, essa sembra essere più promettente di altri precedenti episodi di ripresa in quanto – per la prima volta dallo scoppio della

L'importante ruolo delle politiche economiche nella ripresa mondiale

Andamenti economici divergenti fra i principali paesi industriali

bolla dei prezzi delle attività nei primi anni novanta – la domanda interna è aumentata in assenza di un significativo stimolo fiscale. L'area dell'euro ha registrato la performance più deludente. La domanda interna è rimasta debole e il contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL è divenuto fortemente negativo. Di conseguenza, il prodotto complessivo dell'area è cresciuto in misura marginale nel 2003; in Germania e nei Paesi Bassi esso è di fatto diminuito. La recessione ha interessato anche la Svizzera. Il Canada ha subito un notevole calo delle esportazioni nette in termini reali poiché l'apprezzamento della valuta ha più che compensato gli effetti della forte crescita statunitense; un sensibile miglioramento delle ragioni di scambio ha però sorretto la domanda interna, malgrado shock specifici avversi e di notevole entità. L'Australia ha seguito a espandersi a ritmo vivace.

#### *Diversa composizione della crescita*

Ricomposizione della crescita dalla spesa delle famiglie a quella delle imprese

Un aspetto di spicco nel periodo sotto rassegna è stato il graduale spostamento della crescita della domanda dalla spesa delle famiglie a quella delle imprese. L'espansione dei consumi privati, che era stata la principale fonte di sostegno nel 2002, è rallentata leggermente negli Stati Uniti ed è rimasta fiacca nell'area dell'euro. Del pari, gli investimenti residenziali – benché agevolati dalle favorevoli condizioni finanziarie – non hanno registrato particolari incrementi. È stato soprattutto l'aumento della spesa del settore societario a trainare l'accelerazione della crescita, grazie alla sospirata ascesa degli investimenti e all'ulteriore contributo fornito dalla variazione delle scorte.

I consumi danno prova di tenuta ...

I consumi privati, che pure avevano toccato livelli sorprendentemente elevati durante la precedente recessione, hanno continuato a mostrare una buona tenuta. La spesa è stata favorita dalla persistenza di un'inflazione modesta, mentre l'azione di stimolo fiscale ha interessato principalmente il settore delle famiglie. Un contributo è parimenti provenuto dai positivi effetti di ricchezza susseguiti alla ripresa dei mercati azionari e al continuo aumento dei prezzi abitativi. Nei principali paesi dell'OCSE il rapporto medio fra ricchezza netta e reddito disponibile delle famiglie, che aveva subito un calo tra il 1999 e il 2002, è balzato oltre il livello degli anni novanta. I bassi tassi di finanziamento hanno alimentato direttamente la domanda di beni di consumo durevoli e, unitamente ai rincari delle abitazioni, hanno incoraggiato le famiglie a rifinanziare mutui ipotecari realizzando le plusvalenze immobiliari. Coloro che hanno rinegoziato prestiti per ridurre i pagamenti in conto interessi hanno visto aumentare la loro capacità di spesa; quanti hanno contratto mutui per importi più elevati hanno incrementato le disponibilità da destinare non solo ai consumi, ma anche al rimborso di debiti più onerosi o all'investimento in altre attività. In percentuale del reddito disponibile delle famiglie, il prelievo di ricchezza immobiliare – definito come differenza fra il nuovo indebitamento ipotecario netto e gli investimenti in abitazioni – è salito nel 2003 al 3½% negli Stati Uniti e al 7% nel Regno Unito.

... ma non aumentano a causa dei deboli mercati del lavoro ...

Nondimeno, a frenare in parte i consumi privati è stata la debolezza dei mercati del lavoro. La disoccupazione è aumentata in misura solo modesta, ma soprattutto per effetto dei minori tassi di partecipazione, giapponesi e statunitensi in particolare. In termini aggregati, nell'area dell'OCSE non vi è

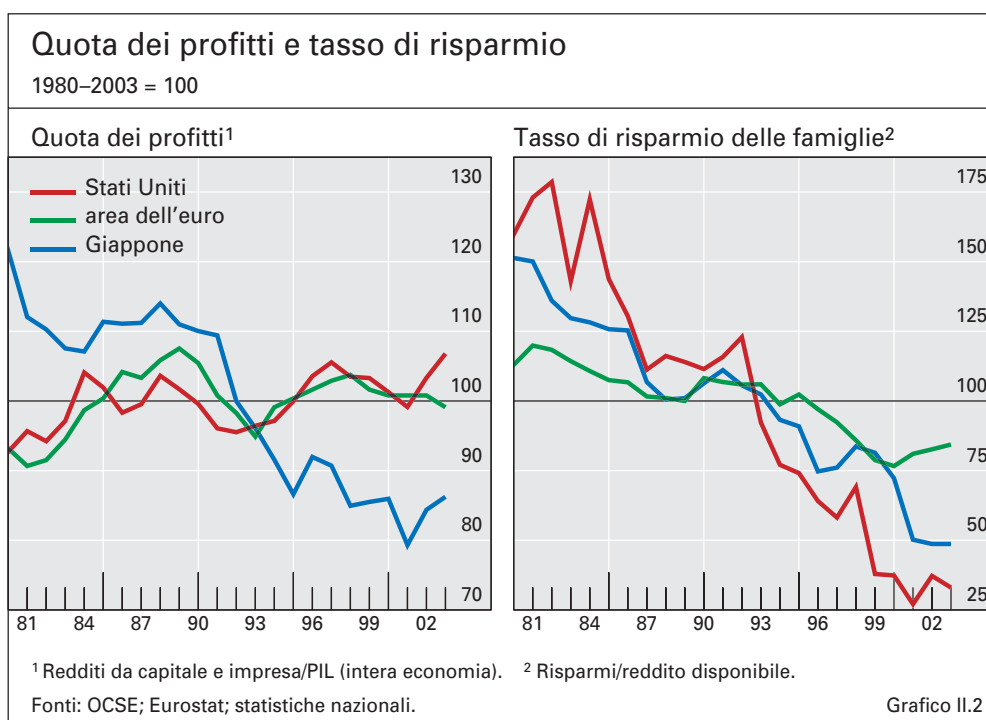
stata in pratica creazione netta di posti di lavoro negli ultimi tre anni. Malgrado un forte recupero della domanda, l'occupazione è scesa ulteriormente in Giappone ed è aumentata di poco negli Stati Uniti. Se la performance nipponica può essere dovuta al protrarsi del processo di ristrutturazione, è invece più difficile risalire alle cause della scarsa creazione di posti di lavoro negli USA, a differenza dei cicli precedenti. Nell'area dell'euro l'occupazione è rimasta sostanzialmente stabile; in Germania essa è di fatto calata. Ciò nondimeno, l'intensità del fattore lavoro nella crescita del PIL dell'area dell'euro ha proseguito la sua ascesa, sostenendo da un lato il mercato del lavoro, ma limitando al tempo stesso i guadagni di produttività.

L'effetto negativo di un'occupazione sottotono sui redditi delle famiglie è stato aggravato dalla modesta dinamica salariale. Nonostante i maggiori incrementi di produttività aggregata degli ultimi anni, nell'area dell'OCSE le retribuzioni unitarie sono aumentate solo moderatamente in termini reali; ne è conseguita una compressione della quota del reddito da lavoro nel settore delle imprese. È quanto è emerso l'anno scorso negli Stati Uniti, dove le più elevate prestazioni extrasalariali paiono essere state in parte compensate dalla minore crescita delle retribuzioni. In Giappone queste ultime sono aumentate in misura minima nel 2003, ma si è almeno arrestata la loro discesa. La principale eccezione a questa tendenza generale è rappresentata dall'area dell'euro, dove le retribuzioni reali unitarie nel settore societario hanno accelerato il passo, malgrado la debolezza del ciclo e i bassi guadagni di produttività.

Gli investimenti societari hanno ripreso gradualmente slancio nella seconda metà del 2003 grazie alle migliorate prospettive della domanda, alle favorevoli condizioni finanziarie e alla crescita della quota dei profitti nell'insieme dei paesi industriali (grafico Il.2). Temporanei sgravi fiscali possono

... e della moderazione salariale

Riprende slancio la spesa del settore societario



avere indotto ad anticipare l'esecuzione di piani di investimento negli USA. A sostenere ulteriormente la spesa del settore societario è stata la crescente importanza delle attrezzature informatiche, che ha determinato una marcata accelerazione del tasso di obsolescenza dello stock di capitale. Negli Stati Uniti, ad esempio, gli investimenti lordi necessari al mero mantenimento del rapporto capitale/PIL sono quasi raddoppiati dalla fine degli anni ottanta. Giappone e Australia hanno fatto registrare un'ascesa particolarmente pronunciata degli investimenti, mentre nell'area dell'euro questi sono cresciuti gradatamente nel corso dell'anno.

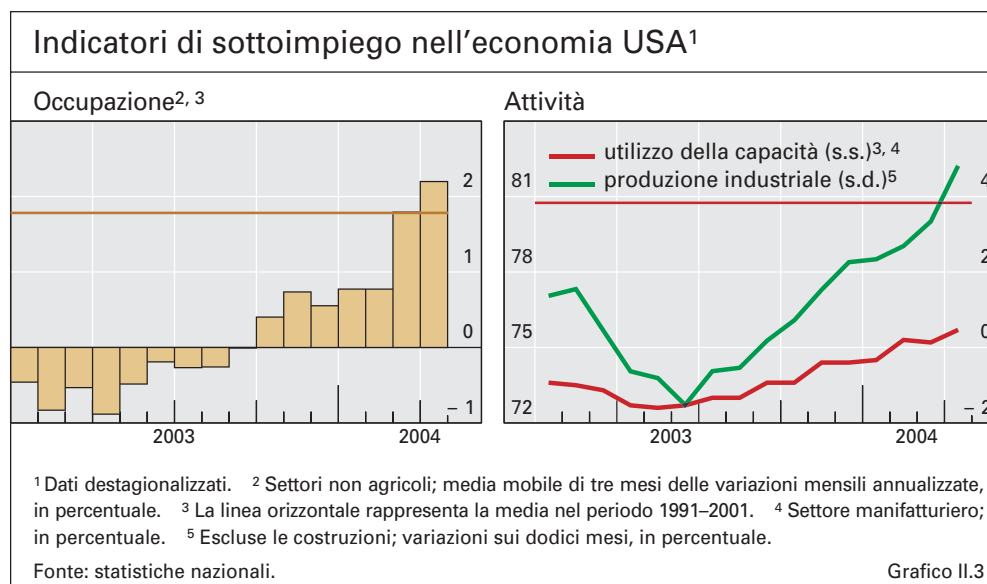
### Prospettive a breve termine

Vi è consenso su un'ulteriore espansione ...

È opinione concorde che nel breve periodo la ripresa mondiale dovrebbe rafforzarsi ulteriormente, attestandosi quest'anno sul 4½%. Gli ultimi dati USA sulla produzione industriale e sull'utilizzo della capacità produttiva indicano che, sebbene il sottoimpiego sia stato già assorbito in misura significativa, l'attuale stock di capitale consente ancora un'espansione non inflazionistica (grafico II.3). Anche il Giappone ha iniziato il 2004 a ritmo sostenuto, e la dinamica del prodotto sembra destinata a superare gran parte delle stime sulla crescita potenziale per l'anno in corso. Nell'area dell'euro, al contrario, non paiono ancora esservi i presupposti per un recupero significativo della domanda interna che, secondo le previsioni, dovrebbe continuare a muoversi in ritardo rispetto alla ripresa mondiale.

... ma permangono incertezze circa gli sviluppi esterni ...

Malgrado il quadro complessivamente positivo permangono alcune incertezze. L'apprezzamento della moneta a partire dal 2002 ha inciso sulle prospettive per le esportazioni nette dell'area dell'euro e, più di recente, dello stesso Giappone. Inoltre, prezzi più elevati delle materie prime – e in particolare del petrolio – potrebbero comprimere i redditi reali nelle economie industriali, sebbene gli effetti negativi in termini di ragioni di scambio siano stati in parte attenuati nei paesi le cui valute si sono apprezzate nei confronti del dollaro statunitense.



Con l'andar del tempo dovrebbe affievolirsi l'impulso attualmente fornito dalle politiche economiche, visto che le proiezioni di bilancio lasciano presagire una certa stabilizzazione del deficit strutturale nell'area dell'OCSE. Inoltre, i tassi di interesse a lungo termine sono cresciuti significativamente dal marzo 2004, e i mercati finanziari hanno consolidato le proprie aspettative di un rialzo dei tassi ufficiali USA.

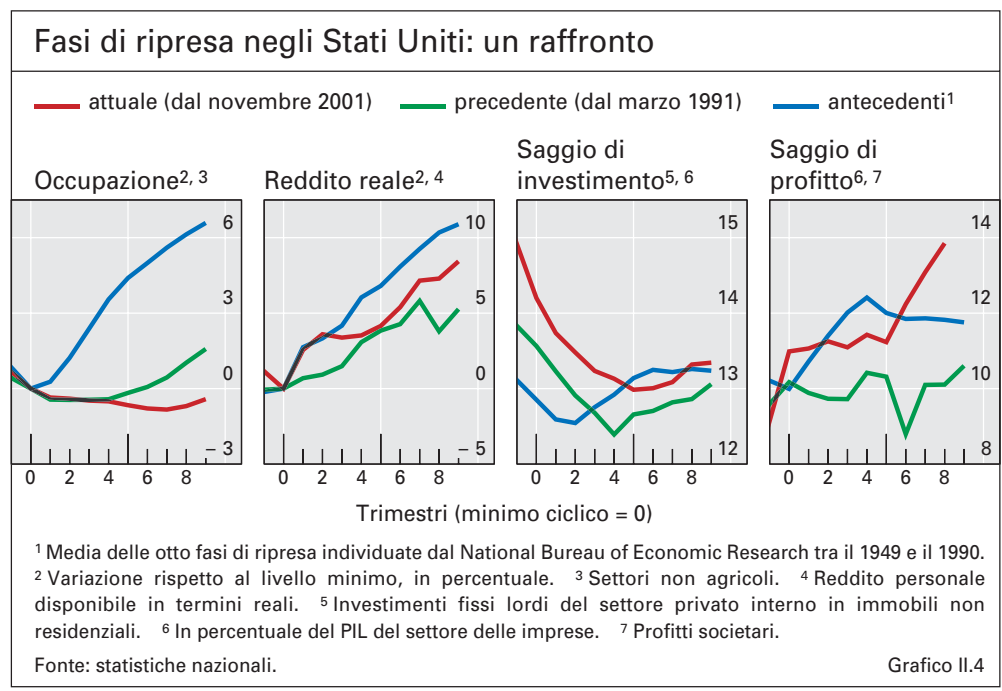
... il sostegno ufficiale ...

Stando alle previsioni, la spesa delle imprese dovrebbe segnare un ulteriore recupero negli Stati Uniti. Tuttavia, le interrelazioni tra profitti e investimenti sono divenute più blande negli ultimi anni, ed è perciò difficile valutare con precisione l'attuale livello di sottoutilizzo della capacità. In Giappone le prospettive potrebbero essere meno favorevoli. La quota degli investimenti sul prodotto è ancora elevata se raffrontata ad altri paesi, e lo stock di capitale ha continuato a crescere a ritmo costante. Nell'area dell'euro il quadro si presenta eterogeneo: se l'attuale saggio di investimento appare moderato, la produttività del capitale e i profitti mancano di vigore.

... le decisioni di investimento ...

Alla luce dei limitati segnali di reviviscenza dei mercati del lavoro, vi è da chiedersi se gli alti tassi di crescita della produttività debbano essere fonte di preoccupazione. L'attenzione si è concentrata sulla "jobless recovery" degli Stati Uniti, dove il numero di occupati ha cominciato a crescere solo negli ultimissimi tempi (grafico II.4). Da un lato, le prospettive apparentemente mediocri per i redditi da lavoro dipendente potrebbero incidere sul clima di fiducia, e le imprese non reinvestire i profitti per ridurre il debito. Dall'altro, il recupero del PIL indotto dalla produttività si è tradotto in più elevati redditi reali, che dovrebbero progressivamente spingere la spesa a prescindere dalla loro distribuzione iniziale. Ad esempio, la recente debolezza dei redditi nominali da lavoro dipendente potrebbe condurre a una contrazione dei prezzi al consumo e a un innalzamento del potere d'acquisto. In alternativa, una

... e le prospettive occupazionali



minore crescita dei salari potrebbe essere in certa misura compensata da maggiori dividendi, dal momento che il capitale delle imprese è in definitiva posseduto dalle famiglie. Gli Stati Uniti hanno di recente registrato un significativo aumento dei redditi non da lavoro dipendente, specie quelli da lavoro autonomo e da capitale. Infine, i maggiori profitti dovrebbero favorire un aumento dei corsi azionari, che potrebbe a sua volta originare positivi effetti di ricchezza sulla spesa.

Quesiti sulla  
sostenibilità della  
ripresa

Varie questioni vengono sollevate in merito alla sostenibilità dell'attuale fase di ripresa oltre il breve periodo. La prima riguarda la possibilità che politiche fiscali e monetarie espansive possano presto o tardi causare pressioni inflazionistiche. In secondo luogo, si pone il quesito se la solidità dei bilanci sia sufficiente a sorreggere la spesa, visti i già alti livelli del debito di operatori sia privati che pubblici. Infine, ci si chiede se sia sostenibile l'attuale situazione di ampi squilibri esterni. La risposta a tali interrogativi dipende in modo cruciale dal ritmo di crescita della produttività che i paesi industriali riusciranno a conseguire nel più lungo termine.

## Prospettive per la produttività

### *Livelli di produttività*

Ruolo centrale  
della produttività

È difficile sovrastimare l'importanza macroeconomica delle tendenze della produttività del lavoro, ossia la quantità di prodotto ottenuta per unità di lavoro. Essa svolge un ruolo centrale nel determinare gli standard di vita di un paese e – influenzando sulle aspettative di profitto e, pertanto, sui prezzi delle azioni – assume parimenti grande rilevanza per i mercati finanziari. Le stime della crescita della produttività, e quindi del prodotto potenziale, sono un elemento chiave di cui le autorità si avvalgono per valutare la portata delle pressioni inflazionistiche e le loro ricadute sui tassi di interesse, oltre che l'orientamento della politica fiscale e la sostenibilità delle posizioni di bilancio. A livello mondiale, i diversi tassi di crescita della produttività dei vari paesi condizionano i risultati economici relativi, sebbene vi concorrano anche altre determinanti strutturali, come il dinamismo delle forze di lavoro. Inoltre, essi incidono sui rendimenti relativi attesi, fungendo così da importante fattore propulsivo per i flussi internazionali di capitali. Infine, la misura in cui i maggiori livelli o incrementi di produttività di alcuni paesi possono essere replicati in altre economie influenza le prospettive per la crescita mondiale.

Alti livelli di  
produttività negli  
Stati Uniti

Il primo aspetto da rilevare è l'ampia disparità tra i vari paesi in relazione al PIL pro capite (misurato in base agli standard di potere di acquisto, SPA). Come si evince dalla tabella II.3, gli Stati Uniti primeggiano con un distacco di circa il 30% sulle altre principali economie industriali. Rispetto a tale misura, l'area dell'euro è in posizione migliore in termini di PIL per addetto, grazie soprattutto ai più bassi tassi di occupazione – che riflettono scelte sociali come il pensionamento anticipato – ma anche a una maggiore disoccupazione strutturale. Calcolando il prodotto in termini di ore lavorate, lo svantaggio dell'area dell'euro sugli USA si riduce al 10% circa, per effetto di un monte lavoro complessivamente inferiore. In altri termini, se l'area dell'euro è in ritardo rispetto agli Stati Uniti per quanto concerne il prodotto pro capite, ciò



Livelli di produttività <sup>1</sup>						
Stati Uniti = 100						
	PIL pro capite		Produttività del lavoro			
			per occupato		per ora lavorata	
	1995	2003	1995	2003	1995	2003
Area dell'euro	69	70	86	84	90	88
di cui: Germania	74	71	82	79	92	90
Francia	72	75	95	96	101	106
Italia	72	71	95	87	98	88
Spagna	54	63	80	80	74	72
Irlanda	62	87	88	99	81	97
Giappone	81	74	78	74	70	67
Regno Unito	69	79	74	81	72	77
Canada	80	87	91	92	87	84
Svezia	73	75	80	80	84	84

<sup>1</sup> Intera economia; calcoli basati sugli standard di potere di acquisto (SPA).  
Fonte: Eurostat. Tabella II.3

dipende sì in parte da una produttività del lavoro leggermente inferiore, ma soprattutto da rigidità strutturali e da una maggiore disponibilità di tempo libero. In termini di produttività del lavoro, la posizione relativa del Giappone è ancor meno favorevole.

#### *Crescita della produttività*

Per gran parte del periodo postbellico l'Europa e il Giappone avevano continuamente aumentato i livelli di produttività per portarsi più in linea con quelli degli Stati Uniti. Nei primi anni novanta, tuttavia, tale convergenza è sembrata arrestarsi, e in seguito potrebbe addirittura aver subito un'inversione. Queste differenze sono emerse con particolare evidenza a partire dall'ultima recessione, in seguito al pronunciato incremento della produttività USA nel 2002 e nel 2003.

Vi è da chiedersi se questa inversione di tendenza sia reale, o se invece non rispecchi semplicemente differenze cicliche e/o errori di misurazione. A causa del ritardo con cui il fattore lavoro si adegua alle variazioni del prodotto, la produttività del lavoro segue un andamento prociclico. Per esempio, le imprese che non hanno licenziato manodopera durante una fase recessiva possono innalzare i livelli di produzione quando la domanda accelera, senza dover aumentare in misura particolare l'occupazione effettiva; la crescita della produttività registra quindi un'impennata nei periodi di ripresa. Nella quasi totalità dei paesi industriali l'evidenza empirica conforta questo effetto positivo del ciclo sulla produttività. Il fatto che gli Stati Uniti abbiano segnato negli ultimi tempi la crescita più rapida del prodotto può aver amplificato la "componente ciclica" degli incrementi di produttività USA rispetto ad altri paesi.

Per quanto concerne gli errori di misurazione, i raffronti su scala internazionale si sono per lo più incentrati sulle variazioni della produttività, dato che misurarne i livelli conduce notoriamente a risultati imprecisi. Tuttavia, anche

Recente miglioramento della performance USA in termini relativi

I guadagni di produttività hanno tradizionalmente registrato significative oscillazioni cicliche

Raffrontare i mutamenti e i livelli di produttività tra loro conduce a risultati imprecisi ...

la stima delle variazioni pone taluni problemi. L'utilizzo di diversi metodi di calcolo del valore aggiunto in alcuni settori può influenzare l'incidenza di tali variazioni sul PIL, e pertanto il loro contributo alla crescita del prodotto. Un esempio di ciò è fornito dai settori del commercio al dettaglio e all'ingrosso – dove il valore aggiunto può essere più difficile da misurare –, che negli ultimi anni hanno svolto un ruolo cruciale nell'espansione della produttività USA. Inoltre, la misurazione della crescita del prodotto sembra variare sensibilmente fra paesi. Un problema frequentemente riscontrato a tale proposito è l'impiego di indici dei prezzi edonici, che permettono di tenere in miglior conto gli avanzamenti di qualità, in particolare – ma non solo – dei prodotti tecnologici. Un ulteriore problema concerne la misurazione della spesa in applicazioni informatiche. Gli Stati Uniti contabilizzano infatti tale spesa fra gli investimenti (che contribuiscono positivamente alla crescita del PIL, a differenza delle spese per consumi intermedi) molto più frequentemente degli altri principali paesi industriali. Una terza questione riguarda l'impiego di indici concatenati, anziché fissi, per deflazionare i tassi nominali di sviluppo. Secondo alcuni calcoli, la crescita annua del PIL effettivo in Europa sarebbe forse più elevata di quasi mezzo punto percentuale se i metodi statistici utilizzati fossero più simili a quelli statunitensi. Infine, numerose incertezze circondano anche la misurazione della crescita dell'occupazione; alcune stime indicano che ciò potrebbe incidere sul calcolo dei guadagni di produttività del lavoro e, per alcuni paesi, tradursi persino in un ulteriore mezzo punto percentuale l'anno.

... mentre le variazioni nei guadagni di produttività dovrebbero essere più comparabili

Laddove le misurazioni statistiche mostrano una coerenza temporale, le più gravi distorsioni presenti nelle stime della crescita del prodotto e del lavoro tendono a scomparire. Ciò significa che le misure dei tassi relativi di crescita della produttività dovrebbero essere maggiormente comparabili. Nondimeno, le discrepanze possono aumentare nel corso del tempo, anche se il loro contributo ai mutamenti dei differenziali effettivi dei tassi annui di crescita della produttività fra i principali paesi industriali non sembra aver superato il mezzo punto percentuale negli ultimi decenni.

#### *Misure della produttività nel settore delle imprese*

Settore delle imprese: divergenze nei guadagni tendenziali di produttività del lavoro tra i paesi dell'OCSE

Limitando i raffronti al settore delle imprese si può ovviare alle particolari difficoltà concernenti la misurazione del prodotto nel settore pubblico. Su questa base, una generale tendenza di lungo periodo nel mondo industriale è stata la flessione negli incrementi medi della produttività del lavoro a partire dagli anni sessanta. Questo rallentamento ha interessato la maggior parte delle economie, anche se in maniera molto diversa (tabella II.4). Alcuni paesi (quali Belgio e Spagna) hanno subito una costante decelerazione dei guadagni tendenziali della produttività del lavoro. In altri (come Germania, Giappone e Italia) la flessione è stata meno omogenea: la produttività è infatti accelerata negli anni ottanta, benché solo temporaneamente. In un terzo gruppo (Canada, Francia e paesi nordici) gli incrementi tendenziali del prodotto per ora lavorata sono diminuiti bruscamente dopo gli anni sessanta, per tornare ad aumentare negli ultimi anni. Gli Stati Uniti sono un caso a sé: il prodotto per ora lavorata è accelerato e sembra oggi crescere ai ritmi osservati prima degli anni settanta.

Questi andamenti divergenti potrebbero rispecchiare diversità nei profili di accumulazione (o intensità) di capitale o nei ritmi di avanzamento tecnologico (misurati dal tasso di crescita della produttività totale dei fattori, PTF). A prescindere dagli influssi congiunturali, gli incrementi tendenziali della PTF presentano ampi divari. Un primo gruppo di paesi (Canada, Francia, Stati Uniti e Svezia) ha registrato un chiaro miglioramento. L'aumento è stato rilevante negli Stati Uniti, dove la crescita della PTF è accelerata negli anni ottanta e nuovamente nel decennio successivo, ed è attualmente stimata al 2% annuo (grafico II.5). Un secondo gruppo comprende numerose economie dell'area dell'euro, il Giappone e il Regno Unito, che hanno accusato un forte declino della PTF tendenziale. Sembra infatti che in Giappone e in Italia questa sia stabile, se non in calo, poiché la crescita del prodotto è riconducibile soprattutto ai maggiori contributi forniti dal fattore lavoro e dall'incremento dell'intensità di capitale.

Divergenze anche nelle dinamiche del progresso tecnologico e della formazione di capitale

In sintesi, la produttività del lavoro USA – oltre a essere la più elevata fra i principali paesi industriali – ha fatto registrare i più rapidi tassi di crescita degli ultimi anni. Questa performance è la conseguenza non tanto di un mero incremento nella formazione di capitale, quanto del più alto tasso di progresso

Singolarità della performance USA

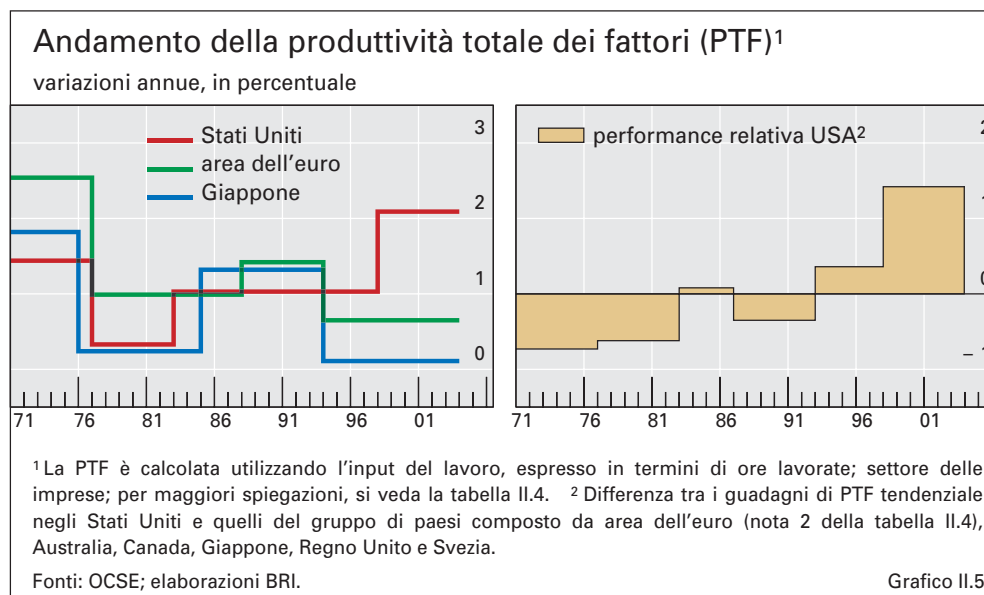
Guadagni di produttività <sup>1</sup>								
	Produttività del lavoro				Produttività totale dei fattori			
	Tendenza precedente		Tendenza attuale		Tendenza precedente		Tendenza attuale	
	Anno di inizio	Media	Anno di inizio	Media	Anno di inizio	Media	Anno di inizio	Media
Stati Uniti	1974	1,2	1998	2,8	1983	1,0	1998	2,1
Area dell'euro <sup>2</sup>	1979	2,6	1996	1,5	1988	1,4	1994	0,7
Germania	1989	3,5	1995	1,6	1988	2,4	1994	1,0
Francia	1993	1,7	2001	2,8	1992	0,4	1998	1,2
Italia	1991	2,8	1997	0,8	1990	0,9	1997	-0,2
Spagna	1986	2,0	1996	0,7	1982	2,2	1988	0,2
Paesi Bassi	1983	3,6	1993	1,5	1993	1,2	2000	0,4
Belgio	1976	4,0	1982	2,1	1976	1,8	1982	0,9
Finlandia	1989	4,4	1995	3,0	1993	3,7	2001	1,8
Irlanda	1978	3,5	1988	4,8	1995	5,4	2001	2,7
Giappone	1986	4,0	1994	2,0	1985	1,3	1994	0,1
Regno Unito	1985	0,8	1991	2,0	1970	2,1	1984	1,0
Canada	1973	1,2	1998	1,8	1974	0,6	1996	1,6
Australia	1991	2,3	2002	0,3	1992	1,9	2000	0,4
Svezia	1976	1,7	1991	2,3	1976	0,7	1992	1,6
Norvegia	1980	1,9	1989	2,9	1990	2,9	1996	2,1
Insieme dei paesi	1971	3,5	1977	2,0	1993	0,9	1999	1,4

Nota: le tendenze della produttività del lavoro e della produttività totale dei fattori sono stimate mediante una regressione dei rispettivi logaritmi sulle tendenze temporali  $T^i$  (dato che la specificazione considera le discontinuità  $I$  della serie temporale se esse sono significative al livello del 95%) e su  $CY$ , un indicatore della posizione nel ciclo economico (utilizzo di capacità nell'industria, normalizzato). Per la PTF, ad esempio, si ha  $\log PTF = \sum_{i=1}^{t-1} \alpha^i T^i + \beta + \gamma CY + U$ , dove  $\alpha$ ,  $\beta$  e  $\gamma$  sono i parametri e  $U$  è il residuo della stima.

<sup>1</sup> Settore delle imprese; gli incrementi di produttività sono calcolati utilizzando input di lavoro espressi in ore lavorate. <sup>2</sup> Media ponderata di Belgio, Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna, basata sul PIL e sui tassi di cambio riferiti alle PPA del 2000.

Fonti: OCSE; elaborazioni BRI.

Tabella II.4



tecnologico mantenuto durante l'ultima recessione. Un aspetto forse ancor più importante è che la performance degli Stati Uniti è migliorata anche in termini relativi, dato che all'accelerazione della crescita della PTF in questo paese ha fatto riscontro un rallentamento nella maggior parte delle altre economie.

#### *Uno sguardo al futuro*

È arduo prevedere se il crescente divario fra Stati Uniti e altri paesi in termini di PTF diminuirà o meno. È invece chiaro come il costante miglioramento della produttività USA osservato sin dagli anni ottanta non dipenda semplicemente da un più diffuso utilizzo di attrezzature informatiche, dato che in altre realtà il maggiore ricorso alla tecnologia non è riuscito a scongiurare una brusca flessione della PTF. Al contrario, l'accelerazione della produttività tendenziale negli Stati Uniti può senz'altro derivare in buona parte dalla precedente deregolamentazione attuata dal paese nei mercati dei beni e dei servizi. Il conseguente incremento di competitività potrebbe aver stimolato l'innovazione, creando forti incentivi a ridurre i costi di produzione e di distribuzione. Negli Stati Uniti si è di fatto assistito alla nascita di grandi produttori nel segmento delle tecnologie informatiche, caratterizzato sia da una concorrenza serrata sia da un elevatissimo tasso di avanzamento. Significativi miglioramenti della produttività sono stati altresì registrati nei comparti del commercio all'ingrosso e al dettaglio, contraddistinti anch'essi da un'accanita concorrenza. Inoltre, il mercato del lavoro USA ha fornito un utile contributo, come dimostrano il calo di lungo periodo della disoccupazione strutturale fin dagli anni settanta e l'alta mobilità dei lavoratori da settori in calo a settori in crescita. In definitiva, l'attuazione di riforme strutturali potrebbe essere un presupposto essenziale per creare più forti incentivi di mercato e replicare il processo di innovazione USA.

Nondimeno, permangono alcune incertezze sia sulla possibilità di mantenere i ritmi di incremento della produttività registrati di recente, sia sulla capacità dei paesi industriali di accelerare ulteriormente la crescita potenziale

Il ruolo degli investimenti informatici ...

... e delle riforme strutturali nella crescita dei livelli di produttività

Un aumento della crescita potenziale nel più lungo periodo?

nei prossimi anni. Da un lato, non è detto che i recenti aumenti nei guadagni di produttività degli USA si protraggano a tempo indeterminato. In particolare, la volontà delle imprese di tagliare i costi, insieme all'impatto ritardato dei precedenti massicci investimenti in attrezzature informatiche, potrebbe aver aumentato per un certo periodo il livello della produttività e, quindi, la sua crescita effettiva; con l'andar del tempo, tuttavia, tali effetti potrebbero esaurirsi. Dall'altro, le riforme strutturali degli ultimi due decenni hanno teso a innalzare la domanda di manodopera a bassa specializzazione, e ciò potrebbe parimenti aver frenato in misura significativa i guadagni reali totali di produttività negli Stati Uniti e in alcuni paesi europei (come Irlanda, Paesi Bassi e Regno Unito). Una conseguenza positiva è stata la flessione della disoccupazione strutturale. A un certo punto questi effetti transitori potrebbero cominciare a venir meno, lasciando forse emergere una maggiore crescita della produttività sottostante nei prossimi anni. In definitiva, da quanto detto in precedenza emergono significative divergenze tra i principali paesi industriali in termini di crescita tendenziale del PIL. Secondo alcune stime, questa potrebbe sfiorare il 3½% l'anno negli Stati Uniti, rispetto al 2½% circa nel Regno Unito, al 2% nell'area dell'euro e all'1½% in Giappone.

## Inflazione

I timori di pressioni deflazionistiche emersi nella prima parte del 2003 si sono affievoliti nel resto del periodo sotto rassegna. Persino in Giappone, dove sia i prezzi al consumo sia i prezzi dei terreni sono calati costantemente negli ultimi anni, si è cominciato a ritenere che la lotta alla deflazione potrebbe presto raggiungere un punto di svolta. A fugare i timori deflazionistici hanno contribuito il forte rialzo dei prezzi dei manufatti nel 2003 e l'impennata nei corsi delle materie prime.

Si affievoliscono i timori di deflazione

Nondimeno, l'inflazione mondiale rimane bassa. Un importante fattore è stato l'influsso degli output gap negativi. Le connesse pressioni al ribasso sui prezzi, rafforzate di recente dai guadagni di produttività di cui si è discusso nella sezione precedente, hanno inciso sull'evoluzione salariale. Per certi aspetti l'area dell'euro si è discostata dall'andamento generale, in quanto l'inflazione ha reagito con lentezza a uno scarto negativo e crescente fra prodotto effettivo e potenziale. L'inflazione è rimasta in prossimità della soglia del 2% fissata dalla BCE, rispecchiando in parte gli effetti ritardati dell'introduzione dell'euro in talune economie, nonché – aspetto ancor più importante – la viscosità dei costi del lavoro e gli sforzi ufficiali di incrementare il gettito fiscale aumentando le imposte indirette e il costo dei servizi pubblici.

L'inflazione rimane bassa a livello mondiale

Le attese inflazionistiche sono parimenti rimaste ben ancorate a bassi livelli. Il differenziale di rendimento tra obbligazioni indicizzate e titoli tradizionali indica che nell'area dell'euro e negli Stati Uniti le aspettative con un orizzonte fino a dieci anni hanno oscillato tra l'1½ e il 2½% durante il periodo in esame. Questa relativa stabilità è perdurata anche sullo sfondo di marcate variazioni nelle prospettive di crescita e di forti aggiustamenti dei cambi. In effetti, nelle maggiori economie industriali sembra che l'influsso delle oscillazioni valutarie sui prezzi sia stato finora molto limitato. Negli Stati Uniti

Ancoraggio delle aspettative di inflazione

l'inflazione dei prezzi al consumo è rimasta bassa malgrado l'indebolimento del dollaro. Analogamente, essa non è diminuita nell'area dell'euro, né in Giappone è aumentata la deflazione, nonostante l'apprezzamento delle due valute. Per contro, in Canada e in Australia il calo dei prezzi all'importazione indotto dall'andamento del cambio ha determinato una decelerazione dei prezzi al consumo, rilanciando il dibattito sulle dimensioni e sulle dinamiche del processo di traslazione nelle economie aperte di minori dimensioni.

#### *Le prospettive per l'inflazione*

L'inflazione dovrebbe restare bassa, nonostante i rincari delle materie prime

Nell'immediato, il principale rischio inflazionistico potrebbe provenire dai bruschi rincari delle materie prime (tabella II.5). Una perdurante accelerazione della produzione industriale cinese e l'avvio di una crescita sincrona del prodotto nei principali paesi industriali potrebbero facilmente determinarne ulteriori incrementi. Non è neanche da escludere che i prezzi delle esportazioni cinesi ad alta intensità di materie di base possano a loro volta aumentare. Nelle economie avanzate, tuttavia, le merci non petrolifere rappresentano una percentuale minima dei costi complessivi; l'impatto in termini di dollari USA di eventuali rincari è molto più blando nei paesi con monete in apprezzamento, e i recenti aumenti del greggio si sono già in gran parte manifestati nei prezzi. Taluni osservatori hanno parimenti fatto rilevare che la crescente liquidità dell'economia mondiale potrebbe alimentare l'inflazione o sospingere i prezzi delle attività (Capitoli IV e VII). Ma l'espansione degli aggregati monetari nei principali paesi industriali è rallentata di recente, e questo è un fatto incoraggiante.

In questa fase del ciclo sono ancora all'opera forze disinflazionistiche

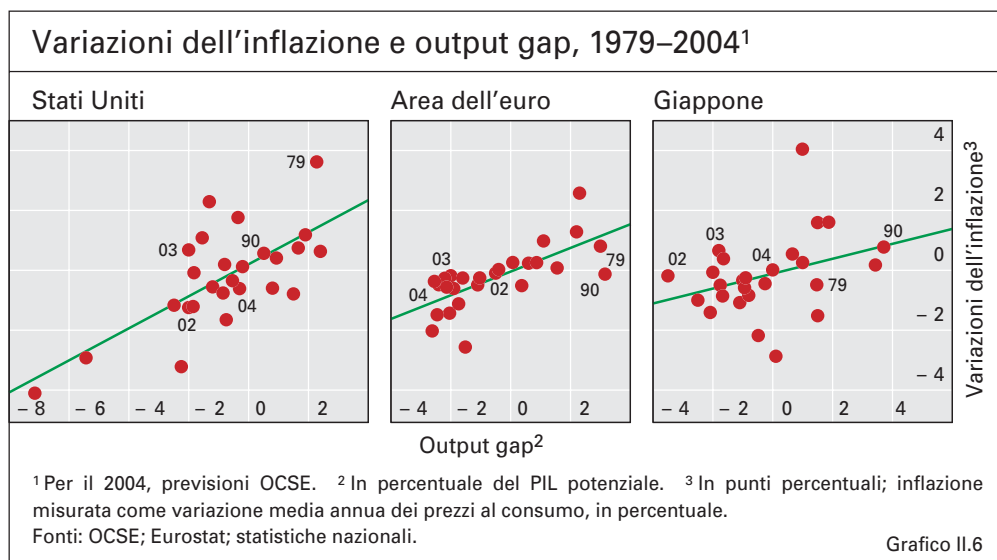
Si è anche ipotizzato che le forze disinflazionistiche di fondo continueranno a esercitare il loro influsso per qualche tempo. La dinamica storica induce a ritenere che gli output gap negativi si accompagnino a un calo dell'inflazione (grafico II.6). Nel settore manifatturiero il margine di capacità inutilizzata è particolarmente ampio, e potrebbe essere persino maggiore di quanto non indichino le stime nazionali, stante l'accresciuta integrazione globale e la rapida espansione della capacità produttiva in Asia. Permane inoltre un consistente sottoimpiego di capacità nei principali mercati del lavoro,

Interscambio mondiale e prezzi <sup>1</sup>					
variazioni medie annue, in percentuale					
	1991-2000	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>
Volumi dell'interscambio	7,3	-0,5	3,1	5,2	7,1
Prezzi dell'interscambio (in dollari USA)	-0,8	-3,5	0,9	11,6	6,1
Manufatti	-0,9	-2,8	2,4	14,5	7,7
Petrolio	2,1	-13,8	2,5	15,8	3,8
Altre materie prime	-0,5	-4,0	0,5	7,1	7,6
Ragioni di scambio, economie avanzate <sup>3</sup>	0,0	0,4	1,1	1,3	0,3

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

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella II.5



e ciò lascia presagire che la crescita dei costi unitari del lavoro, specie in quei paesi dove i guadagni di produttività sono stati cospicui, rimarrà moderata.

## I bilanci del settore privato

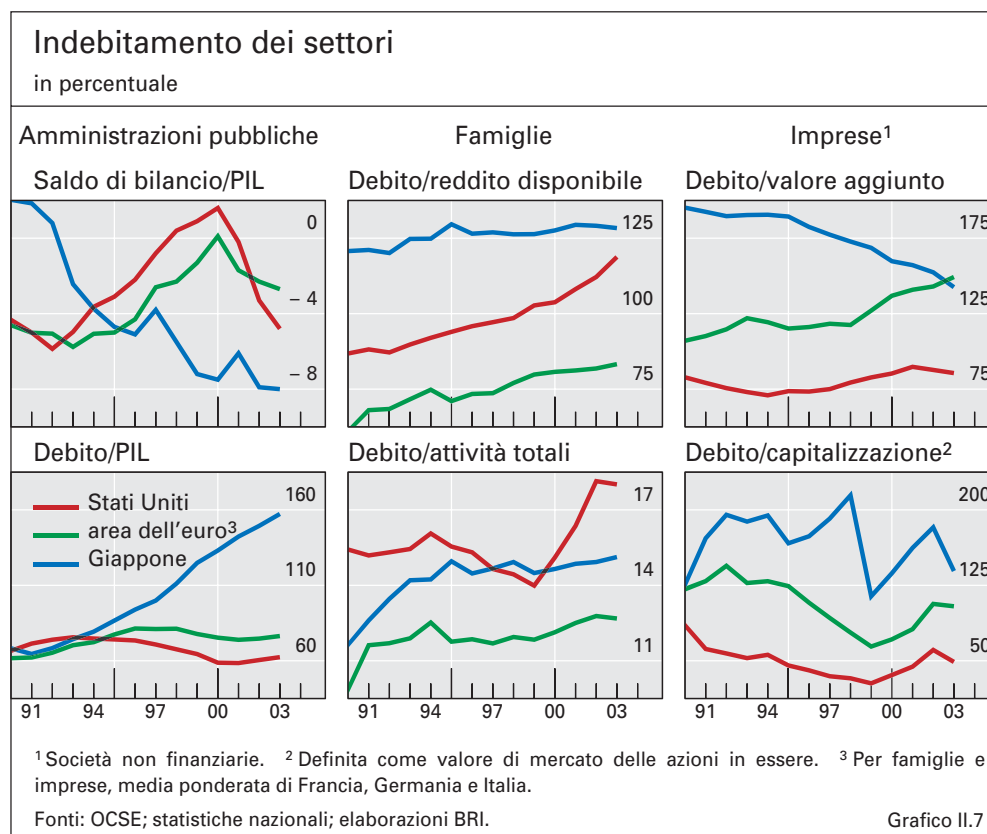
### Imprese

Dopo il recente rallentamento, ridurre gli oneri debitori è divenuto un importante obiettivo per molte imprese, e progressi in questo ambito sono stati compiuti su scala mondiale. L'aumento della domanda, il contenimento delle assunzioni e degli incrementi salariali, nonché (forse) un maggior potere di fissazione dei prezzi hanno contribuito a sospingere i profitti. A migliorare i saldi finanziari è intervenuta anche la riluttanza delle imprese a investire in beni strumentali, unitamente all'impatto dei bassi tassi di interesse sui costi del servizio del debito. I bilanci societari hanno beneficiato inoltre del recupero dei prezzi delle attività finanziarie; gli indici di indebitamento si sono generalmente ridotti (grafico II.7), pur rimanendo ben al di sopra dei livelli osservati durante il picco delle quotazioni azionarie.

Questo miglioramento è stato particolarmente pronunciato in Giappone. Nonostante una marcata ripresa degli investimenti, l'avanzo finanziario delle imprese è balzato al 7% del PIL nel 2003. Il debito societario è sceso a circa il 140% del valore aggiunto del settore, rispetto a quasi il 200% dei primi anni novanta. Un rafforzamento delle posizioni finanziarie è stato evidente anche negli Stati Uniti. Gli ingenti guadagni di produttività si sono riverberati direttamente sugli utili, e la quota dei profitti è di recente tornata ai massimi del 1997, ben al di sopra della media di lungo periodo (grafico II.2, diagramma di sinistra). L'espansione del debito delle imprese (pari a oltre il 10% l'anno alla fine dello scorso decennio) è rallentata, riducendo i rapporti debito/valore aggiunto a livelli prossimi alla media degli anni novanta. Nell'area dell'euro, per converso, sono mancati miglioramenti significativi della redditività societaria, di riflesso alla debolezza della domanda, all'apprezzamento valutario, alla viscosità dei costi del lavoro e ai bassi guadagni di produttività. Di conseguenza, i rapporti debito/valore aggiunto sono ulteriormente aumentati.

Segni di un certo miglioramento dei bilanci societari ...

... specie in Giappone



Permangono rischi

Anche se la situazione del settore societario è migliorata dall'ultima fase recessiva, permangono alcune incertezze. In primo luogo, sussistono tuttora ampie divergenze settoriali. Negli Stati Uniti a trarre maggiore beneficio dall'incremento degli utili sono state le istituzioni finanziarie e le società informatiche. All'opposto, i profitti sono rimasti sostanzialmente invariati nei settori del commercio, dei servizi pubblici e della produzione di beni durevoli non informatici. In Giappone il miglioramento ha interessato soprattutto i grandi produttori di manufatti destinati all'esportazione. In secondo luogo, le condizioni creditizie per le piccole e medie imprese restano difficili tanto in Giappone quanto in alcuni paesi europei. Una terza fonte di preoccupazione deriva dal fatto che sia i corsi azionari (e quindi l'incidenza del capitale di prestito sul capitale di rischio) sia il servizio del debito hanno tratto profitto dal livello insolitamente basso dei tassi di interesse sulle attività prive di rischio. Infine, le incertezze circa l'entità delle passività pensionistiche delle imprese e i recenti scandali di natura contabile offuscano ulteriormente le prospettive.

#### Famiglie

Le passività delle famiglie sono andate crescendo ...

Sul versante dei bilanci delle famiglie il quadro si presenta ancor più composito. Nell'ultimo decennio il rapporto fra debito e reddito è cresciuto costantemente nei principali paesi dell'OCSE. Tale incremento rispecchia in massima parte la cospicua espansione del debito ipotecario in un contesto di continua innovazione finanziaria. La crescente importanza di questa forma di indebitamento fa ritenere che nel settore delle famiglie gli aumenti delle passività si siano



generalmente accompagnati ad aumenti delle attività, lasciando invariata la ricchezza netta aggregata. Ad esempio, la quota di famiglie proprietarie della casa di abitazione negli Stati Uniti è cresciuta di quasi 5 punti percentuali tra la metà degli anni novanta e il 2003. Inoltre, l'aumento del debito andrebbe considerato alla luce della tendenza calante di lungo periodo dei tassi di interesse, che ha innalzato il livello di indebitamento "sostenibile" delle famiglie.

Nella gran parte dei paesi industriali la crescita del debito delle famiglie è intervenuta parallelamente a un pronunciato calo dei tassi di risparmio del settore durante lo scorso decennio (grafico II.2, diagramma di destra). L'attenzione si è focalizzata sugli Stati Uniti e sul Regno Unito, dove di recente il dinamismo dei consumi privati è stato maggiore e i saggi di risparmio delle famiglie appaiono in effetti alquanto bassi se raffrontati al resto dell'area dell'OCSE. In una prospettiva storica, tuttavia, i tassi di risparmio sono calati nettamente anche in Australia, Canada e Giappone. La principale eccezione a questo andamento globale proviene dall'area dell'euro. I tassi di risparmio delle famiglie francesi sono aumentati costantemente dalla fine degli anni ottanta. Negli altri paesi dell'area essi hanno parimenti registrato un balzo negli anni più recenti. Ciò rispecchia forse la più elevata inflazione percepita a seguito dell'introduzione dell'euro e gli andamenti sfavorevoli sui mercati del lavoro, ma anche le incertezze riguardo ai sistemi previdenziali e alla finanza pubblica, oltretutto più in generale all'adozione di riforme strutturali.

Il fatto che i tassi di risparmio delle famiglie nell'area dell'OCSE siano così bassi in una prospettiva storica potrebbe indicare l'eventualità che la domanda passata sia stata in parte "mutuata" dal futuro, e che il ritorno a comportamenti "normali" riduca la spesa. Tuttavia, è possibile che i parametri storici non siano più appropriati. La costante crescita della ricchezza netta delle famiglie negli ultimi decenni in gran parte dei paesi potrebbe aver comportato un calo del livello di equilibrio dei risparmi del settore. Un'importante eccezione è costituita dal Giappone, dove il tasso di risparmio si è dimezzato dal 1991 e la ricchezza netta ha subito significative flessioni. Le recenti tendenze del risparmio potrebbero altresì rispecchiare una più efficiente offerta di credito ipotecario, specie negli Stati Uniti e nelle altre economie dove le famiglie possono più facilmente estrarre ricchezza dagli immobili di abitazione e mutuare somme a fronte di plusvalenze patrimoniali non realizzate. La disponibilità di siffatte garanzie reali può fortemente ridurre il costo del credito e contribuire a modulare meglio la distribuzione intertemporale dei consumi, accrescendo così il benessere nell'economia.

Tuttavia, non è da escludere che i proprietari di case possano aver sovrastimato la propria ricchezza e, per il tramite di un maggior indebitamento, accresciuto la propria vulnerabilità agli shock (Capitoli VI e VII). Desta ad esempio preoccupazione la possibilità di improvvisi aumenti dei tassi di interesse, che esporrebbero in modo particolare i proprietari immobiliari di Regno Unito, Australia e Spagna, dove sono maggiormente diffusi i mutui ipotecari a tasso variabile. Nondimeno, se i maggiori tassi di interesse dovessero riflettere aspettative di un aumento del prodotto, di una più rapida crescita dei redditi delle famiglie e di una minore disoccupazione, la sostenibilità del debito di questo settore sarebbe maggiore.

... mentre i tassi di risparmio sono costantemente calati

Non è detto che i tassi di risparmio debbano crescere ...

... ma le famiglie sono vulnerabili a shock avversi

## Prospettive per la finanza pubblica

### *Timori per la debolezza delle posizioni di bilancio*

L'impiego della politica di bilancio a sostegno della crescita globale negli anni recenti ha sollevato dubbi circa la sostenibilità del debito pubblico. In soli tre anni il saldo delle amministrazioni pubbliche USA è passato da un'eccedenza a un disavanzo pari al 5% del PIL. I bilanci statali si sono deteriorati anche in Europa, seppur in misura molto minore. In Giappone il deficit del settore pubblico continua a essere molto alto, sfiorando l'8% del PIL.

I disavanzi pubblici hanno contribuito ad attenuare l'impatto del rallentamento ...

Benché la presenza di disavanzi pubblici richieda sempre un attento monitoraggio, i livelli toccati di recente – con la principale eccezione del Giappone – non sono senza precedenti. Inoltre, la politica fiscale è stata utilizzata in modo tempestivo (ancorché forse fortuito) per smorzare gli effetti del recente rallentamento. Tuttavia, questa stessa flessibilità mette in risalto l'importanza di un programma di disciplina fiscale a medio termine che sia garanzia di moderazione in tempi normali, consentendo così alle autorità pubbliche di reagire in modo anticiclico in situazioni sfavorevoli. Fortunatamente, il recente aumento dei deficit statali ha interessato soprattutto quei paesi – in particolare Stati Uniti e Regno Unito – che avevano creato un sufficiente margine di manovra durante la precedente espansione.

... e i livelli del debito non sono ancora chiaramente eccessivi

I livelli del debito pubblico in molti paesi non sono ancora chiaramente eccessivi. Le passività lorde delle amministrazioni pubbliche USA restano, in percentuale del PIL, significativamente inferiori rispetto ai primi anni novanta. Nell'area dell'euro la situazione è addirittura migliorata in quei paesi dove la sostenibilità del debito pubblico era maggiormente a rischio, come ad esempio il Belgio. Nondimeno, nell'ultimo decennio le passività statali sono mediamente cresciute, e nelle tre maggiori economie superano attualmente il tetto del 60% del PIL previsto dal Trattato di Maastricht. In Giappone il debito pubblico dovrebbe raggiungere quest'anno il 160% del prodotto e la sua crescita annua continua ad aggirarsi intorno al 5% del PIL.

Ma il debito pubblico non può aumentare illimitatamente ...

È evidente che il debito del settore pubblico non può crescere illimitatamente. Posizioni di bilancio deboli possono innalzare i tassi di interesse a lungo termine e spiazzare l'investimento privato qualora i mercati non ne prevedano una correzione. Nel caso in cui il governo cercasse di contrastare questo processo attraverso lo stimolo monetario potrebbero insorgere pressioni inflazionistiche. L'esperienza degli ultimi decenni insegna che quanto più si procrastina l'azione di consolidamento fiscale, tanto maggiore sarà l'esigenza di pesanti aggiustamenti in seguito. Le operazioni di consolidamento messe in atto da alcuni paesi europei fortemente indebitati, come il Belgio e l'Italia negli anni novanta, hanno comportato pesanti tagli alla spesa pubblica e un notevole aumento del carico fiscale.

... e ciò accresce l'esigenza di un consolidamento di bilancio ...

In questa prospettiva di più lungo periodo si rende necessario un significativo miglioramento dei saldi di bilancio correnti in molte grandi economie, non foss'altro che per stabilizzare gli attuali livelli del rapporto debito netto/PIL (tabella II.6). Oltre a ciò, i tassi di interesse sono al momento molto bassi, e un loro eventuale ritorno su livelli più coerenti con le medie storiche innalzerebbe il costo del servizio di uno stock di debito ancora in crescita. È poi necessario

ripristinare un certo margine precauzionale di manovra, specie in quei paesi con disavanzi strutturali relativamente elevati. Questa esigenza è resa tanto più impellente dall'eccessivo ottimismo delle proiezioni ufficiali di bilancio – così evidente negli ultimi anni – e dalle incertezze sulle tendenze della crescita potenziale di cui si è discusso in precedenza.

Alcuni governi hanno già manifestato l'intenzione di ridurre i disavanzi pubblici nei prossimi anni, nel presupposto che perduri l'attuale fase di ripresa. Tuttavia, taluni di questi programmi appaiono alquanto ambiziosi, e i mercati potrebbero senz'altro ritenerli irrealistici, e fors'anche insufficienti. Ciò ha rafforzato gli argomenti in favore dell'adozione nelle principali economie industriali di una credibile strategia fiscale a medio termine, che dovrebbe però anche lasciare un certo margine per politiche discrezionali. Il recente allentamento delle regole fiscali – che erano state strumentali nel conseguire il consolidamento dei bilanci negli anni novanta – costituisce così motivo di preoccupazione. Nell'area dell'euro, ad esempio, diversi paesi hanno infranto

... e di credibili programmi di disciplina fiscale a medio termine

Indicatori fiscali nel 2003							
	Saldo finanziario	Saldo strutturale <sup>1</sup>	Saldo ciclico <sup>2</sup>	Debito netto	Debito lordo	Stabilizzazione del debito <sup>3</sup>	Rischio sui pagamenti in conto interessi <sup>4</sup>
Stati Uniti	-4,9	-3,9	-1,0	47	63	2,7	0,6
Area dell'euro	-2,8	-1,6	-1,2	55	76	0,6	-0,3
Germania	-4,0	-2,4	-1,6	52	65	2,7	-0,5
Francia	-4,1	-2,9	-1,2	43	70	2,5	-0,8
Italia	-2,4	-1,4	-1,0	94	117	-1,5	0,4
Spagna	0,3	1,0	-0,7	36	63	-2,6	0,9
Paesi Bassi	-3,2	-2,1	-1,1	43	54	1,4	-0,8
Belgio	0,2	-1,0	1,2	93	102	-4,4	0,3
Austria	-1,2	0,1	-1,3	45	67	-0,6	-0,3
Grecia	-2,7	-2,6	-0,1	...	103	-4,5	1,7
Portogallo	-2,8	-0,9	-1,9	...	60	0,3	-1,6
Finlandia	2,1	2,8	-0,7	-47	53	-0,7	-1,4
Irlanda	-0,3	1,0	-1,3	...	32	-2,0	-2,4
Giappone	-8,2	-7,2	-1,0	79	155	9,2	1,1
Regno Unito	-3,0	-2,7	-0,3	32	54	1,3	0,3
Canada	1,2	1,8	-0,6	35	76	-3,3	1,1
Australia	-0,6	-0,5	-0,1	3	18	0,4	-0,2
Svezia	0,2	1,2	-1,0	3	63	-0,3	0,8
Danimarca	1,2	2,3	-1,1	5	51	-1,4	-0,7
Norvegia	9,3	-3,0	12,3	-90	24	-5,3	-1,2
Nuova Zelanda	2,4	3,7	-1,3	15	38	-3,1	-0,2
Insieme dei paesi <sup>5</sup>	-4,1	-3,2	-0,9	50	79	2,5	0,4

Nota: tutti i dati si riferiscono alle amministrazioni pubbliche e sono espressi in percentuale del PIL.

<sup>1</sup> Saldo finanziario depurato degli effetti del ciclo; per la Norvegia, esclusi gli introiti da attività petrolifere. <sup>2</sup> Differenza fra saldo finanziario e saldo strutturale. <sup>3</sup> Variazione della posizione finanziaria occorrente per stabilizzare il debito netto (lordo per Grecia, Irlanda e Portogallo), ipotizzando una crescita del PIL nominale al tasso potenziale. <sup>4</sup> Differenza fra pagamenti lordi potenziali ed effettivi in conto interessi; i pagamenti potenziali sono quelli che emergerebbero nel caso in cui la differenza tra crescita del PIL nominale e tasso di interesse sul debito lordo (netto per la Grecia) fosse pari alla sua media 1994–2003. <sup>5</sup> Media ponderata dei paesi elencati, basata sul PIL e sui tassi di cambio riferiti alle PPA del 2000.

Fonti: FMI; OCSE; elaborazioni BRI.

Tabella II.6

i limiti al disavanzo fissati dal Patto di stabilità e crescita. Negli Stati Uniti le autorità hanno abbandonato il sistema di massimali alla spesa discrezionale introdotto negli anni novanta. Ed è sempre maggiore l'esigenza di adottare una strategia a lungo termine per far fronte al crescente debito pubblico in Giappone.

### *Il problema dell'invecchiamento della popolazione*

Destano forte preoccupazione le ricadute dell'invecchiamento della popolazione sui bilanci statali

Seppur con riluttanza, viene sempre più riconosciuto che l'impegno dei governi dei paesi industriali a farsi carico della previdenza e dell'assistenza sanitaria agli anziani non potrà essere onorato senza che intervengano ulteriori azioni ufficiali. Tale problema andrebbe inquadrato nel più ampio contesto delle conseguenze macroeconomiche dell'invecchiamento della popolazione. Nell'ipotesi che le attuali tendenze dei tassi di natalità e dell'immigrazione restino invariate, nei prossimi decenni il rapporto tra popolazione attiva e non attiva peggiorerà drasticamente. Si prevede, pertanto, un brusco aumento dei futuri diritti pensionistici. Ciò comporta il rischio che la conseguente pressione fiscale per le future – e relativamente ridotte – generazioni di lavoratori divenga eccessiva, determinando un diffuso e traumatico abbattimento delle prestazioni, ovvero una loro riduzione di fatto indotta da una maggiore inflazione.

Per scongiurare questa prospettiva si potrebbero contemplare tre tipologie di intervento. La prima, e più importante, mira ad accrescere nell'opinione pubblica una consapevolezza di ordine puramente aritmetico; ciò implica il pieno riconoscimento delle passività implicite derivanti dall'invecchiamento della popolazione, spesso nascoste nelle pieghe dell'attuale contabilità di bilancio. Una seconda azione, che si ricollega alla prima, consiste nel ridurre in modo ordinato i diritti garantiti, limitando così i trasferimenti tra generazioni correnti e future di lavoratori. Una terza misura spesso proposta è quella di integrare l'impegno statale con il risparmio privato, quantunque una modifica degli accordi pensionistici sarebbe di scarso ausilio nell'affrontare il problema dei diritti precedentemente acquisiti.

È fondamentale innalzare il tenore medio di vita

La questione centrale, tuttavia, è aumentare l'insieme delle risorse (ossia, il reddito nazionale) cui attingere per le prestazioni sociali future. Una prima soluzione avanzata è quella di accrescere i tassi di risparmio, e quindi il capitale disponibile a sostegno dei lavoratori futuri, attraverso un maggiore ricorso a schemi di risparmio a finanziamento privato. È vero che questi sono spesso considerati più idonei ad affrontare le conseguenze dell'invecchiamento, ma se i risparmi nazionali cresceranno realmente in termini aggregati, e se ciò innalzerà realmente i redditi futuri, è tuttora oggetto di discussione. Inoltre, i paesi che per primi avranno a che fare con le conseguenze dell'invecchiamento (Europa e Giappone) presentano già livelli relativamente alti di risparmio privato, e investimenti ancor maggiori potrebbero non rivelarsi particolarmente efficaci nel sospingere il prodotto potenziale. Una seconda soluzione proponibile è quella di accrescere le forze di lavoro in futuro, vale a dire nel momento in cui occorrerà effettuare più elevati trasferimenti pubblici. Molti paesi hanno già preso provvedimenti per innalzare l'età pensionabile, e taluni potrebbero senz'altro considerare di permettere un maggiore afflusso di

lavoratori stranieri. L'esperienza passata insegna che le politiche volte ad arginare la disoccupazione strutturale e ad ampliare la partecipazione delle forze di lavoro possono parimenti influire in misura sostanziale sul livello del prodotto potenziale. Una terza proposta prevede di accrescere l'ammontare di prodotto generato da un dato input di lavoro e capitale. Maggiori guadagni nella produttività totale dei fattori lascerebbero più risorse disponibili per il consumo di una popolazione attiva in calo e di una popolazione non attiva in crescita. Nell'ipotesi che si protragga, la divergenza nei guadagni tendenziali di produttività notata in precedenza fa ritenere che a questo riguardo gli Stati Uniti si trovino in una posizione migliore rispetto alla maggior parte degli altri paesi industriali.

## Andamento dei conti correnti

### *Ampliamento degli squilibri globali di parte corrente*

Ampi squilibri correnti hanno continuato a caratterizzare l'economia globale nel 2003 (tabella II.7). Il disavanzo della bilancia dei pagamenti USA è salito a quasi \$550 miliardi, pari a circa il 5% del PIL statunitense. A registrare eccedenze del conto corrente sono stati soprattutto i paesi asiatici, ma anche alcune economie europee (*in primis* Germania, Svizzera e Norvegia). A causa delle lacune statistiche, nel 2003 non sono stati rilevati disavanzi globali per oltre \$100 miliardi; tali discrepanze, che si protraggono dalla fine degli anni novanta, incidono sulle analisi delle attuali posizioni di parte corrente.

Dalla metà dello scorso decennio il disavanzo USA è più che triplicato in termini di incidenza sul PIL; in massima parte il corrispondente incremento delle eccedenze fa capo ai paesi emergenti (soprattutto asiatici). Il quadro è rimasto relativamente più stabile per le altre principali economie industriali. In Giappone sono stati regolarmente registrati sensibili avanzi di parte corrente, nell'ordine del 2-3% del PIL, e anche nell'area dell'euro si è osservata una generale stabilità dei conti correnti, che nell'ultimo decennio hanno in media segnato surplus solo modesti.

Il disavanzo  
corrente USA ...

... è triplicato dalla  
metà degli anni  
novanta ...

Saldo dei conti correnti nelle principali regioni					
in miliardi di dollari USA					
	1991-2000 <sup>1</sup>	2001	2002	2003	2004 <sup>2</sup>
Stati Uniti	-150	-394	-481	-542	-496
Unione europea	9	-6	67	36	48
Giappone	107	88	113	138	144
Altri paesi industriali avanzati	4	56	46	41	44
Asia emergente	22	90	132	148	128
Resto del mondo	-72	-3	13	58	33
<i>Mondo</i> <sup>3</sup>	-80	-169	-110	-121	-99

<sup>1</sup> Media. <sup>2</sup> Previsioni FMI. <sup>3</sup> Comprende errori, omissioni e asimmetrie delle statistiche di bilancia dei pagamenti.

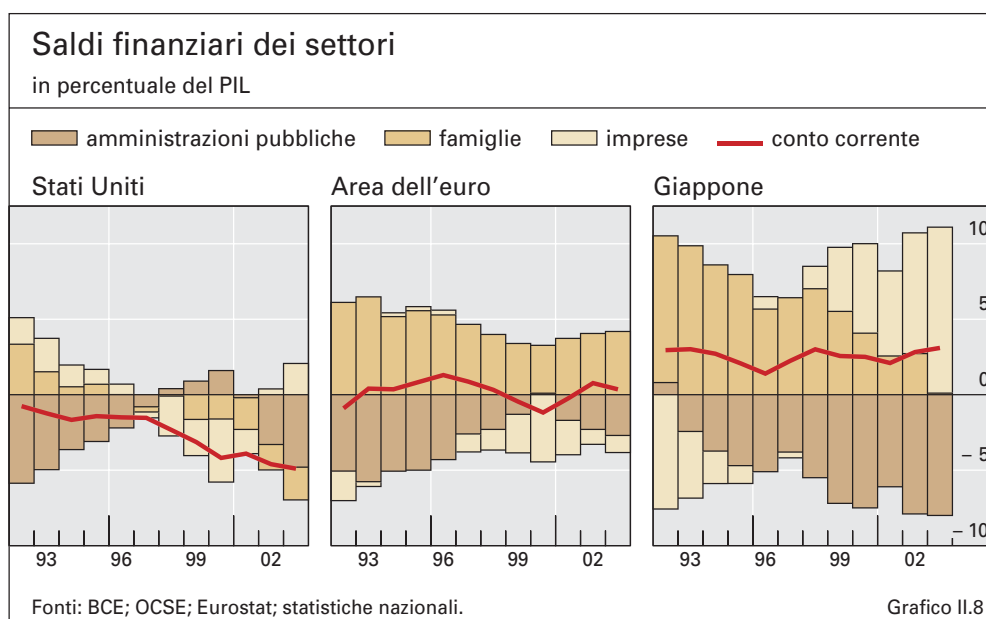
Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; statistiche nazionali.

Tabella II.7

Alla fine degli anni novanta lo squilibrio negli Stati Uniti era stato accentuato dalla forte crescita della domanda e dall'alto valore del dollaro. Negli anni recenti, tuttavia, esso si è continuamente ampliato nonostante l'indebolimento della valuta americana. Ciò potrebbe essere riconducibile al classico effetto "curva a J" (per cui il saldo della bilancia commerciale peggiora nella fase iniziale del deprezzamento del cambio), così come ai rincari del petrolio. Nondimeno, i prezzi all'importazione negli Stati Uniti hanno seguito un andamento piuttosto moderato, rispecchiando la pratica diffusa degli esportatori esteri di fissare i prezzi in funzione del mercato di sbocco. In realtà, il deficit commerciale USA avrebbe tratto origine dalla crescita economica del paese, più rapida rispetto a quella della maggioranza dei suoi partner commerciali, nonché dall'elasticità delle importazioni alla domanda interna, che appare maggiore di quella delle esportazioni alla domanda estera.

... di riflesso a un crescente divario fra risparmio e investimenti

Il pronunciato aumento del fabbisogno di finanziamento esterno degli Stati Uniti dalla metà degli anni novanta si è accompagnato ovviamente a un crescente divario fra risparmio e investimenti. Prima dell'ultimo rallentamento economico il risparmio delle famiglie aveva subito un calo, mentre gli investimenti erano aumentati in rapporto al PIL. Questi due fattori avevano sospinto il disavanzo del conto corrente, nonostante il netto miglioramento delle posizioni di bilancio (grafico II.8). Dopo la recessione il quadro è mutato: gli investimenti sono stati ridotti e il risparmio nel settore delle imprese è salito. Peraltro, l'indebitamento estero degli USA ha seguito ad aumentare, parallelamente alla comparsa di un ampio saldo negativo nel risparmio del settore pubblico. Ciò ha fatto paventare un ritorno al problema dei "deficit gemelli", richiamando l'esperienza degli anni ottanta. Una tendenza più persistente è stata tuttavia quella che ha visto gli ampi disavanzi di parte corrente associarsi a livelli costantemente bassi di risparmio netto delle famiglie.



Risparmio e investimento									
in percentuale del PIL									
	Investimento			Conto corrente			Risparmio interno		
	Variazione		Livello	Variazione		Livello	Variazione		Livello
	1997-2000	2000-2003	2003	1997-2000	2000-2003	2003	1997-2000	2000-2003	2003
Stati Uniti	1,0	-2,4	18,4	-2,7	-0,7	-4,9	-1,6	-3,2	13,4
Area dell'euro	1,7	-2,1	19,9	-2,0	1,6	0,4	-0,4	-0,5	20,3
Altri paesi europei <sup>1</sup>	0,4	-1,8	16,6	-0,4	0,5	2,0	-0,1	-1,3	18,6
Altri paesi avanzati <sup>2</sup>	0,1	0,9	22,1	2,5	-1,3	-1,1	2,5	-0,4	21,0
Giappone	-2,4	-2,3	24,0	0,2	0,7	3,2	-2,1	-1,6	27,2
Asia emergente, economie principali <sup>3</sup>	-3,9	1,4	30,7	2,3	0,9	4,0	-1,6	2,3	34,6
Altri principali paesi emergenti <sup>4</sup>	-1,0	-1,2	20,6	1,3	2,0	0,7	0,2	0,8	21,3
Totale	-0,2	-1,8	21,0	-0,9	0,4	-0,5	-1,1	-1,3	20,5

<sup>1</sup> Danimarca, Norvegia, Regno Unito, Svezia e Svizzera. <sup>2</sup> Australia, Canada e Nuova Zelanda. <sup>3</sup> Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. <sup>4</sup> Argentina, Brasile, Cile, Messico, Polonia, Repubblica ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonti: BCE; Eurostat; CEIC; statistiche nazionali. Tabella II.8

Il profilo del risparmio è stato in certa misura più stabile in Europa, anche se all'interno dell'area dell'euro si sono verificati cambiamenti di rilievo dalla metà degli anni novanta. In Germania si è osservata un'ampia eccedenza del conto corrente laddove gli investimenti sono calati. Il rapporto investimenti/PIL ha mostrato una maggiore stabilità in Italia, dove però la flessione del risparmio delle famiglie ha determinato la formazione di un cospicuo deficit di parte corrente. Il Giappone ha continuato ad accusare un costante e parallelo declino sia nel risparmio che negli investimenti (tabella II.8). Nei paesi emergenti dell'Asia gli investimenti, ridimensionati dopo la crisi finanziaria del 1997-98, sono cresciuti in misura soltanto modesta negli ultimi anni, mentre i tassi di risparmio hanno registrato un deciso incremento. In altre economie emergenti il saldo aggregato di parte corrente è migliorato, di riflesso ai maggiori risparmi e ai minori investimenti.

Profilo del risparmio e degli investimenti al di fuori degli USA

#### *Significative incertezze nel medio termine*

L'ampliarsi degli squilibri esterni e la percezione che l'offerta di beni e servizi a basso costo dalle economie asiatiche in rapido sviluppo possa minacciare l'occupazione nei paesi sviluppati hanno accentuato i rischi di protezionismo. Le spinte protezionistiche potrebbero inoltre essere esacerbate dalla progettata eliminazione dei contingenti all'importazione di prodotti tessili e dalla sempre più dibattuta esternalizzazione dei servizi informatici all'estero (ad esempio, in India). Questi timori sono chiaramente eccessivi, vista la dimensione relativamente modesta dei settori considerati. Fra l'altro, vari paesi hanno mostrato per molti anni di poter far fronte al perdurante declino dei posti di lavoro a bassa specializzazione nell'industria manifatturiera. Anzi, la disoccupazione strutturale nell'area dell'OCSE è in calo dalla metà degli anni novanta.

Rischi di protezionismo

Una seconda problematica riguarda le modalità di finanziamento degli squilibri esterni (Capitolo V). Negli ultimi anni è cambiata la composizione dei

Finanziamento del fabbisogno USA

fondi affluiti agli Stati Uniti, laddove agli investimenti diretti e azionari privati sono subentrati gli acquisti ufficiali di titoli del Tesoro USA, segnatamente da parte di banche centrali asiatiche. L'indebolimento del dollaro fino al febbraio di quest'anno potrebbe essere sintomatico di un'accresciuta dipendenza da tali flussi di capitali.

Non è chiaro in quale misura gli afflussi di capitali agli Stati Uniti possano risentire dei mutamenti di umore degli investitori. Taluni osservatori temono che la domanda di attività in dollari potrebbe contrarsi nel momento in cui gli investitori esteri cominciassero a nutrire maggiori preoccupazioni circa l'accumulo di debito USA o nel caso di meno favorevoli prospettive di crescita. In quest'ottica rileva considerare che, alla fine del 2002, le passività internazionali nette degli Stati Uniti ammontavano al 25% del PIL (a valori di mercato). Con tutta probabilità questa percentuale aumenterà nei prossimi anni, giacché la stabilizzazione del rapporto debito netto/prodotto richiederebbe un'ampia riduzione del disavanzo USA di parte corrente, che al momento appare poco verosimile.

Vi sono comunque alcuni elementi più positivi. Ancorché elevato in rapporto ai parametri storici, il debito estero USA resta inferiore a quello di alcuni altri paesi industriali, come ad esempio l'Australia (60% del PIL). Inoltre, le passività estere statunitensi sono aumentate in un contesto di accresciuta liberalizzazione finanziaria e connesso sviluppo delle partecipazioni azionarie transfrontaliere. Ciò sta a indicare che il finanziamento internazionale di squilibri anche ampi tra risparmio e investimenti è ora sensibilmente più agevole rispetto ai decenni precedenti.

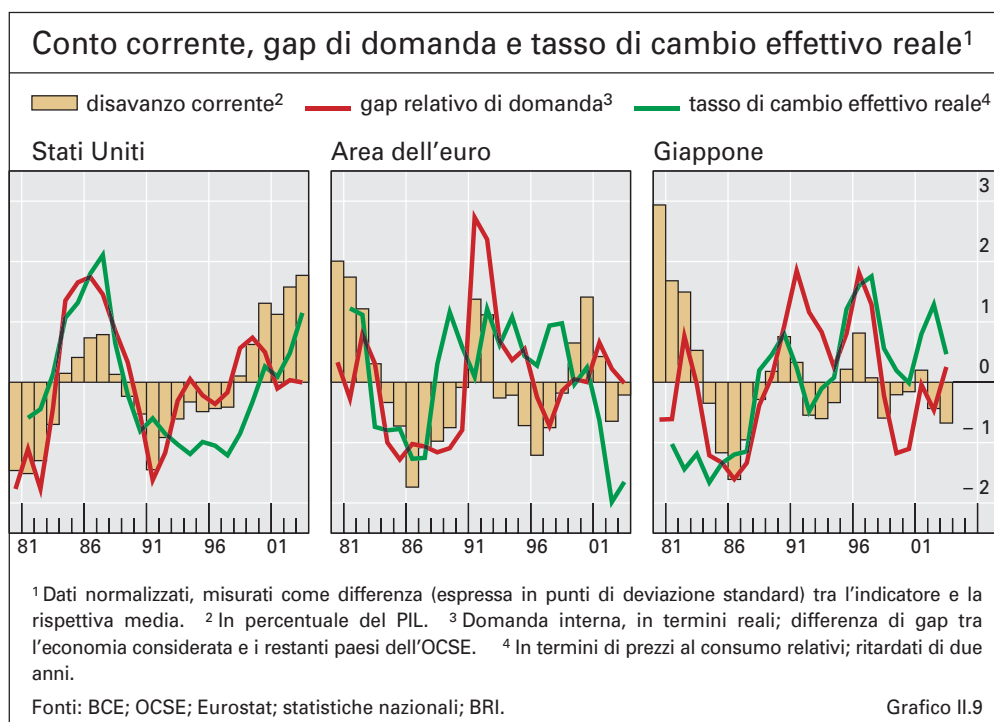
Andrebbe inoltre notato che i flussi finanziari derivanti dai saldi di parte corrente non costituiscono l'unica fonte di variazione delle posizioni patrimoniali nette, che risentono anche degli effetti di valutazione. Ad esempio, l'aumento del saldo negativo sull'estero degli Stati Uniti fra il 1983 e il 1990 (oltre \$400 miliardi) rappresenta meno della metà dei disavanzi del conto corrente cumulati durante quegli anni. Ciò è dovuto in ampia misura al maggior valore in dollari delle attività USA denominate in valuta estera, visto che il dollaro si era deprezzato per gran parte di quel periodo.

Fatto forse ancor più importante, gli Stati Uniti rappresentano un caso a parte, e ciò per tre motivi. Anzitutto, il dollaro svolge un preminente ruolo internazionale come valuta di ancoraggio, di riserva e di intervento (Capitolo V). Ciò potrebbe aver creato una distorsione strutturale a favore delle attività USA nel momento in cui i paesi di tutto il mondo hanno accresciuto le proprie disponibilità di attività estere. Secondo, gli Stati Uniti continuano a beneficiare di una leggera eccedenza nel saldo del reddito da investimenti, malgrado un debito estero ingente e in crescita. Sebbene l'attuale situazione di bassi tassi di interesse a livello mondiale abbia indubbiamente favorito i debitori netti a scapito dei creditori, da un punto di vista più strutturale i rendimenti sugli investimenti diretti degli Stati Uniti all'estero sono stati costantemente più elevati di quelli sulle attività USA detenute da residenti esteri. Ciò indica che le società statunitensi da lungo tempo stabilite al di fuori del paese potrebbero godere di un vantaggio strutturale in termini di redditività. Terzo, nell'ultimo decennio gli USA sono riusciti ad attrarre cospicui e crescenti flussi di capitali

La posizione netta sull'estero risente degli effetti di valutazione ...

... e gli Stati Uniti rappresentano un caso a sé ...





a lungo termine. In prospettiva, il recente significativo miglioramento della crescita della produttività USA rispetto ad altri paesi industriali potrebbe – se confermato – sorreggere tali afflussi nel medio periodo.

Il perdurare di ampi disavanzi di parte corrente negli Stati Uniti potrebbe comunque essere in linea con una stabilizzazione a più lungo termine del rapporto debito estero netto/PIL, seppure su un livello decisamente più alto di quello odierno. Questo innalzerebbe il costo del servizio del debito; inoltre, il problema è aggravato dal fatto che, col tempo, il saggio reale di rendimento delle attività detenute da non residenti degli Stati Uniti dovrebbe approssimarsi al tasso di crescita del paese, nonché al tasso reale di rendimento sulle attività estere detenute da residenti USA. Con queste premesse, una stabilizzazione dell'indice USA di indebitamento netto verso l'estero richiederebbe una più equilibrata posizione di conto corrente, al netto del reddito da investimenti, e pertanto un disavanzo commerciale molto inferiore, e avanzi commerciali corrispondentemente più bassi negli altri paesi. Il minore output gap negativo degli Stati Uniti fa sì che il deficit dell'interscambio del paese sarebbe senza dubbio inferiore qualora i suoi principali partner commerciali dovessero tornare a sfruttare il loro potenziale di crescita. Nondimeno, un'eventuale riduzione significativa è destinata a passare per un ulteriore aggiustamento dei prezzi relativi (ad esempio, dei tassi di cambio reali) e un riequilibrio della domanda interna mondiale verso i paesi in avanzo (grafico II.9).

... ma è necessaria una riduzione del deficit commerciale USA

#### *Processo di aggiustamento*

Un dollaro più basso svolgerebbe evidentemente un ruolo equilibratore per il passivo della bilancia commerciale USA. I paesi del resto del mondo ridurrebbero le loro eccedenze bilaterali nei confronti degli Stati Uniti, dove l'incidenza dell'assorbimento interno sul PIL diminuirebbe al calare del

Variazioni dei tassi di cambio

disavanzo commerciale. La portata e la rapidità di tali aggiustamenti dipendono tuttavia dalle relative elasticità dell'interscambio. Il loro impatto potrebbe inoltre essere minore di quanto comunemente ritenuto, poiché spesso le variazioni dei tassi di cambio nominali sono rispecchiate solo in parte da quelle dei cambi reali effettivi. Ad esempio, fra il 1995 e il 2001 il dollaro si è apprezzato del 34% in termini effettivi nominali, ma la competitività degli Stati Uniti (misurata in termini di costi relativi per unità di lavoro nel comparto manifatturiero) è aumentata di appena il 23%. Inoltre, gli esportatori statunitensi hanno cominciato a perdere quote di mercato solo nel 1998, a riprova del tempo occorso prima che si avvertisse l'impatto dell'apprezzamento del dollaro. Di più, mentre tra il 1998 e il 2003 la performance delle esportazioni USA è peggiorata bruscamente, la crescita delle importazioni non è stata più rapida di quanto risulterebbe dall'andamento storico. Infine, dal momento che le importazioni superano attualmente del 50% circa le esportazioni, per ridurre il deficit commerciale del paese potrebbe rendersi necessario un significativo calo del dollaro.

Implicazioni di un eventuale aggiustamento del dollaro sui bilanci

Le implicazioni di un aggiustamento del dollaro potrebbero farsi sentire ben al di là degli Stati Uniti. Una prima possibile conseguenza sarebbe un indebolimento della domanda negli altri paesi. Molte economie industriali hanno fatto affidamento sulla domanda statunitense di importazioni quale traino della crescita, mentre la loro domanda di beni non-tradabile non si è sostenuta in modo autonomo. Inoltre, un sensibile calo del dollaro potrebbe innescare pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti, portando a un aumento dei tassi di interesse nel paese e a livello mondiale, il che ridurrebbe il saldo del reddito da investimenti USA. Infine, un deprezzamento troppo drastico del dollaro potrebbe ingenerare fra i partner commerciali degli Stati Uniti eccessive pressioni deflazionistiche, che potrebbero andare oltre l'impatto diretto sui prezzi derivante da un apprezzamento del cambio. Le attività statunitensi detenute all'estero sono per circa la metà denominate in monete diverse dal dollaro, mentre la quasi totalità delle passività USA è denominata nella valuta americana. Ne consegue che un calo del dollaro migliorerebbe la posizione patrimoniale netta sull'estero degli Stati Uniti, nonostante questi si configurino come prenditori netti. Considerato che negli ultimi vent'anni le consistenze totali di attività e passività del paese sono fortemente aumentate (rispettivamente al 62 e all'87% del prodotto), gli effetti di valutazione derivanti da un calo del 10% del dollaro comprimerebbero – *ceteris paribus* – le passività nette sull'estero del paese di circa il 3% del PIL. Ne conseguirebbero ricadute assai negative sui bilanci dei paesi creditori, rallentandone la spesa e ostacolando il processo di aggiustamento.

Aumentare il risparmio nei paesi con ampi disavanzi esterni

Un altro modo per riequilibrare la domanda interna sarebbe quello di aumentare il risparmio nazionale nei paesi con ampi deficit sull'estero, e ridurlo nei paesi che registrano avanzi. L'andamento dell'interscambio è tradizionalmente più sensibile alle variazioni della domanda che non a quelle dei prezzi relativi. La politica di bilancio presenta un'ovvia attrattiva in questo contesto, almeno negli Stati Uniti. Inoltre, un certo inasprimento aiuterebbe ad affrontare le sfide poste nel più lungo periodo dal crescente debito pubblico USA. Ma un rapido e massiccio consolidamento fiscale nel paese potrebbe altresì avere un

impatto contrattivo su scala mondiale, e l'alternativa – allentare parte della pressione fiscale nei paesi in cui il risparmio potrebbe sembrare troppo elevato – appare poco attraente, dati gli accresciuti livelli di debito pubblico nella gran parte delle giurisdizioni.

Anche l'attuale configurazione del risparmio privato offre alcune possibilità di aggiustamento, sebbene sia più arduo prevedere quali specifiche azioni ufficiali possano essere consigliate. I tassi di risparmio delle famiglie sono particolarmente bassi nei paesi che registrano disavanzi di parte corrente – come Stati Uniti, Regno Unito e Australia –, ma potrebbero crescere, ad esempio in caso di aumento dei tassi di interesse. Specularmente, sarebbe possibile incoraggiare una riduzione del risparmio delle famiglie in alcuni paesi con ingenti eccedenze del conto corrente, in particolare nell'Asia emergente. Nell'area dell'euro il risparmio dei consumatori è recentemente aumentato e potrebbe esservi un certo margine per invertire questa tendenza. In Giappone le famiglie hanno già ridotto nettamente i loro tassi di risparmio, ma non è chiaro se questo calo possa o debba essere sostenuto. Infine, non sembrano esservi grandi possibilità di modificare la dinamica degli investimenti. Lo spazio per un ulteriore calo del rapporto fra investimenti e PIL appare limitato negli Stati Uniti, data la brusca correzione già intervenuta. Nel continente asiatico tale rapporto resta relativamente alto in un'ottica internazionale e vi è la possibilità concreta di investimenti improduttivi. Un aumento degli investimenti nelle economie non asiatiche ancora a uno stadio iniziale di sviluppo economico potrebbe decisamente accrescere il loro prodotto potenziale.

Da quanto discusso emerge come gli squilibri esterni potrebbero evolvere in tre modi differenti nel corso dei prossimi anni. Un primo e indesiderabile scenario consisterebbe in un aggiustamento potenzialmente ampio e disordinato dei tassi di cambio, dovuto ad esempio a una minore propensione degli operatori esteri a investire in attività USA. Rallenterebbe con tutta probabilità il consumo statunitense di importazioni – divenute più care –, mentre i tassi a lungo termine potrebbero aumentare. Un secondo scenario lascerebbe immutato il quadro attuale; le banche centrali asiatiche continuerebbero per esempio ad accumulare riserve valutarie. Ciò, tuttavia, avrebbe effetti distorsivi sull'allocazione mondiale di capitale e, procrastinando i necessari aggiustamenti, potrebbe accentuare il rischio di un più massiccio e destabilizzante adeguamento in seguito. In ogni caso, potrebbero rendersi inevitabili drastiche correzioni di alcuni tassi bilaterali, specie tra i paesi industriali con regimi di cambio fluttuante. Nel terzo e più auspicabile scenario si assisterebbe a una graduale riduzione degli squilibri globali sull'estero, grazie all'effetto ritardato di un moderato deprezzamento del dollaro sull'interscambio statunitense, a un risparmio USA leggermente più alto (proveniente dalle famiglie e dall'inasprimento fiscale), a una maggiore flessibilità dei cambi in Asia e a una crescita della domanda interna al di fuori degli Stati Uniti.

Tre scenari di  
aggiustamento