

## II. L'economia mondiale

### Aspetti salienti

L'economia mondiale è cresciuta notevolmente nel 2004, grazie a politiche monetarie espansive e a condizioni finanziarie eccezionalmente accomodanti. I netti rincari delle materie prime non sono riusciti a innescare un'inflazione generalizzata, ma hanno contribuito a moderare l'espansione globale nell'ultima parte dell'anno. Dopo la ripresa sincrona del primo semestre, i differenziali di crescita sono tornati ad ampliarsi: i paesi importatori di materie prime – con le rilevanti eccezioni di Stati Uniti e Cina – hanno subito un rallentamento, mentre nei paesi esportatori l'espansione è generalmente proseguita a ritmi sostenuti.

Lo slancio dell'economia mondiale appare sorprendente sotto vari aspetti. A destare stupore sono anzitutto gli alti tassi di sviluppo delle economie emergenti, che rispecchiano lo spostamento strutturale in atto nella distribuzione della crescita a livello mondiale, specie in direzione dell'Asia emergente. Una seconda sorpresa proviene poi dal vigore dell'espansione statunitense, nonostante l'aumento dei corsi petroliferi. Al tempo stesso, la rinnovata debolezza osservata altrove solleva dubbi circa la capacità di altre economie avanzate di adeguarsi ai mutamenti del contesto globale. L'ampia variazione nei prezzi relativi di materie prime e manufatti, insieme alla comparsa di un nuovo gruppo di economie emergenti a crescita dinamica, costituisce un esempio di queste trasformazioni, così come anche il forte apprezzamento dell'euro e dello yen nei confronti del dollaro nel 2004.

Le proiezioni prevalenti per il 2005 segnalano la prosecuzione di una robusta crescita mondiale, pressioni inflazionistiche generalmente contenute e un ampliamento degli squilibri internazionali. Tuttavia, la divergente posizione ciclica delle maggiori economie, in combinazione con un livello insolitamente basso dei tassi di interesse e con i mutamenti strutturali derivanti dall'attuale integrazione di importanti paesi emergenti nell'economia globale, complica l'esercizio previsionale. In particolare, i forti rincari delle materie prime a partire dalla primavera del 2004, unitamente alla rapida ascesa della domanda di Cina e India, suscitano perplessità in merito all'utilizzo delle risorse globali, alle prospettive inflazionistiche e alla correzione degli squilibri internazionali. Altra problematica correlata è quella della sostenibilità – a livello sia internazionale che settoriale – delle attuali dinamiche del risparmio e degli investimenti. Fondamentale a tale proposito è l'esigenza di un risanamento dei conti pubblici.

## Crescita economica

### *Forte espansione mondiale*

Forte crescita di Stati Uniti e Asia emergente ...

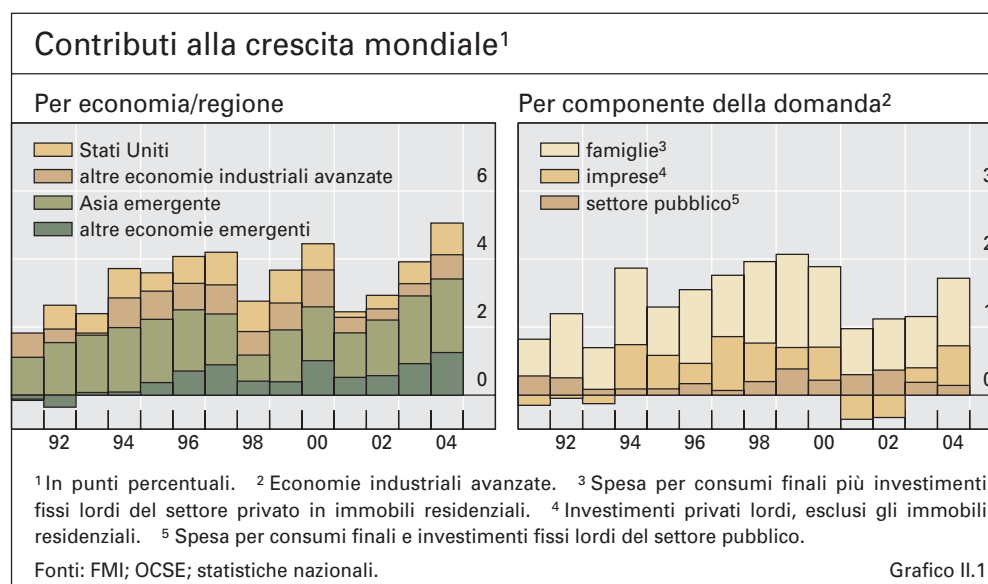
Lo scorso anno il prodotto mondiale è cresciuto di quasi il 5%, il tasso più alto degli ultimi trent'anni circa; l'aumento è riconducibile per oltre la metà agli Stati Uniti e all'Asia emergente (grafico II.1). La distribuzione regionale della crescita per il 2004 conferma l'affermarsi di un nuovo profilo dell'espansione economica mondiale, che vede gli Stati Uniti fungere da motore per lo sviluppo nelle economie avanzate, le principali economie emergenti dell'Asia e di altre regioni porsi come secondo polo di attività su scala mondiale e gli altri grandi paesi avanzati progredire a ritmi molto più lenti.

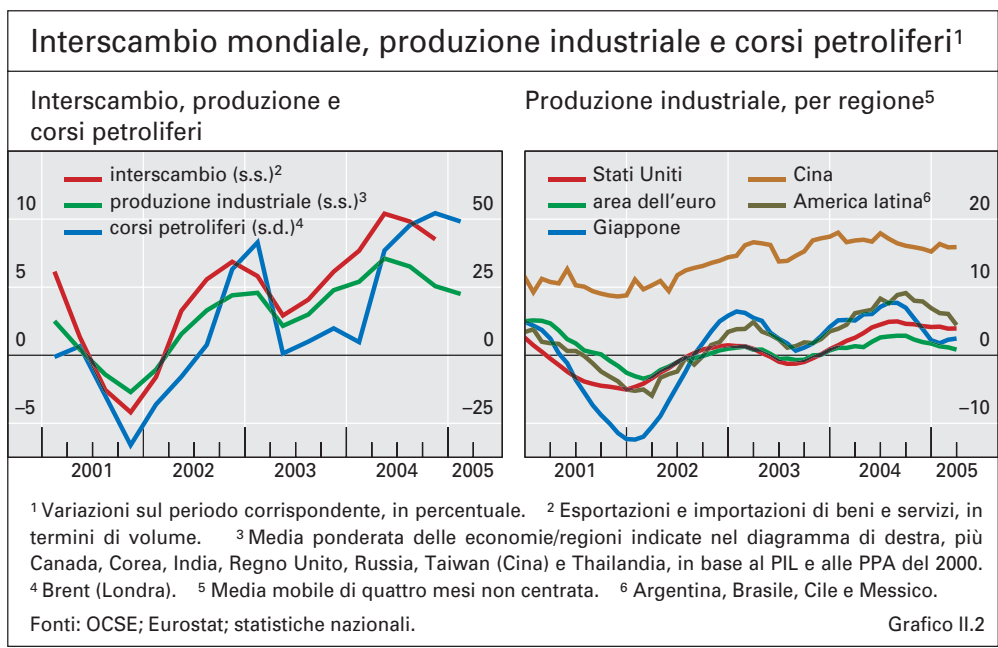
... propagatasi grazie all'aumento dell'interscambio

La forte domanda statunitense e il perdurante, rapido aumento di capacità produttiva in Cina hanno impresso nuovo slancio al commercio mondiale (grafico II.2). Nella prima metà dell'anno lo stimolo impartito dall'interscambio ha a sua volta favorito la ripresa sincrona della produzione nelle principali regioni economiche, di cui hanno beneficiato soprattutto le economie asiatiche (segnando la crescita più vigorosa dalla crisi del 1997-1998), i paesi europei orientati all'esportazione (ad esempio, la Germania) e i paesi aderenti al NAFTA.

Perdurante sostegno delle condizioni monetarie e finanziarie

Sebbene le politiche di bilancio siano state meno espansive rispetto agli anni precedenti, l'orientamento monetario accomodante ha continuato a sostenere la crescita mondiale (Capitolo IV). I tassi di interesse a breve corretti per l'inflazione sono rimasti negativi negli Stati Uniti – nonostante il graduale inasprimento della politica monetaria nella seconda metà del 2004 – e prossimi allo zero nell'area dell'euro e in Giappone (grafico II.3). Anche nel periodo sotto rassegna i mercati finanziari hanno offerto condizioni favorevoli, con tassi di interesse a lunga su livelli straordinariamente bassi rispetto ai parametri storici e ciclici. I differenziali di credito applicati ai mutuatari privati e sovrani sono scesi ai minimi storici e i prezzi azionari sono lievitati in misura notevole. Tale contesto ha contribuito a limitare i costi della raccolta e a innalzare il valore dell'insieme delle attività. Le famiglie hanno tratto particolare vantaggio

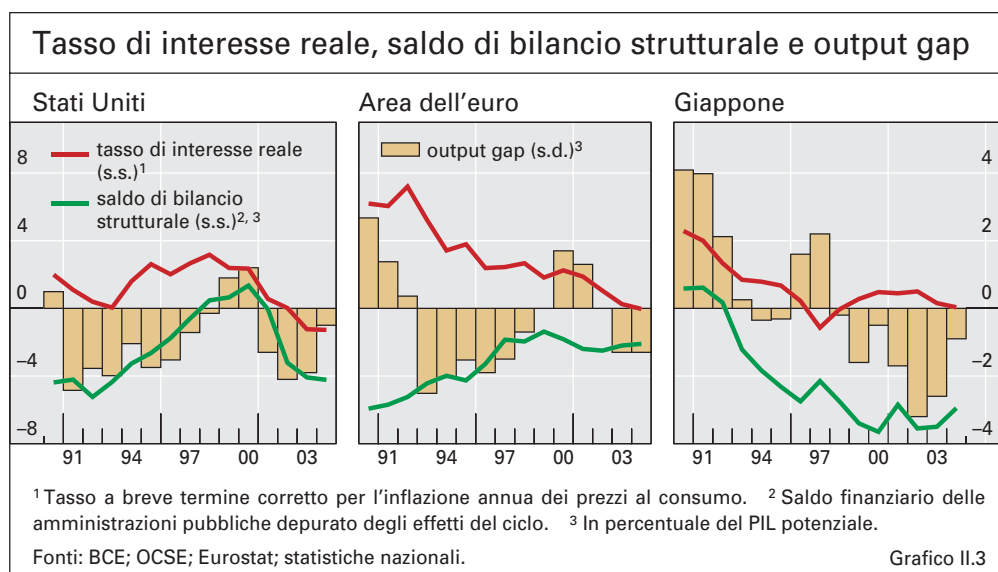




dalle propizie condizioni di finanziamento, e ciò ha determinato una rapida crescita del credito in molte regioni. Come si vedrà più in dettaglio nel Capitolo VI, tassi di interesse a lungo termine, differenziali di credito e volatilità hanno tutti subito un calo, malgrado la graduale stretta monetaria operata dalla Federal Reserve statunitense.

La vigorosa espansione economica, specie nell'Asia emergente, ha condotto ad ampi e sostenuti rincari delle materie prime nel 2004. In autunno il prezzo medio del greggio aveva toccato \$50 al barile, all'epoca il nuovo massimo in termini nominali, con un incremento di circa i due terzi. I corsi delle materie prime non petrolifere, specie quelli delle forniture industriali, hanno anch'essi segnato un'impennata (i metalli, ad esempio, sono cresciuti di un quarto). Questi rincari, insieme alla rapida ascesa dei costi di trasporto e al diffuso congestionamento dei porti, indicano come la crescita mondiale

I netti rincari delle materie prime ...



stesse sfiorando il "limite di velocità". Nella seconda metà del 2004 essa è di fatto rallentata, tornando su livelli che appaiono maggiormente in linea con le tendenze di lungo periodo.

... si ripercuotono in misura relativamente modesta su prodotto e inflazione

Rispetto a precedenti episodi di bruschi rincari delle materie prime, in quest'occasione le ricadute sull'attività e sull'inflazione a livello mondiale sono state relativamente modeste, anche per effetto della maggiore efficienza energetica delle economie industriali avanzate. Nei paesi dell'OCSE, infatti, l'intensità di petrolio si è praticamente dimezzata dagli anni settanta, senza contare che nel periodo in esame i corsi reali del greggio sono comunque rimasti ben al disotto dei livelli toccati durante le crisi petrolifere degli ultimi tre decenni. I rincari del greggio hanno avuto effetti di secondo impatto trascurabili, grazie al limitato potere di fissazione dei prezzi delle imprese, alle condizioni distese dei mercati del lavoro e ad aspettative inflazionistiche saldamente ancorate. Un impatto negativo sulla domanda mondiale è provenuto dalla redistribuzione del reddito dai paesi consumatori a quelli esportatori di petrolio. Pur non potendo spendere prontamente tutti i proventi straordinari derivanti dall'aumento dei prezzi, l'inclinazione manifestata in tal senso dai paesi esportatori è stata assai più elevata che in passato.

#### *Aumentano i differenziali di crescita*

Espansione USA sempre più in grado di autosostenersi ...

Con la decelerazione del secondo semestre si sono accentuati i differenziali di crescita. L'espansione USA è stata sempre più in grado di autosostenersi grazie al recupero della spesa delle imprese e alla maggiore creazione di posti di lavoro, mentre l'area dell'euro e il Giappone hanno dovuto nuovamente far fronte a una congiuntura debole. Il persistere di differenziali di crescita fra le aree principali ha comportato un significativo ampliamento degli squilibri esterni.

... ma interviene un nuovo indebolimento sia nell'area dell'euro ...

Il rallentamento nell'area dell'euro ha coinciso anche con una dilatazione dei differenziali intraregionali di crescita. Francia e Spagna sono riuscite a mantenere lo slancio in virtù della vigorosa domanda interna, mentre il PIL di Germania e Italia ha subito una contrazione nell'ultimo trimestre dell'anno. In Germania, in particolare, hanno ristagnato sia gli investimenti sia i consumi, poiché il clima di fiducia ha continuato a risentire dell'alta disoccupazione e delle incertezze riguardo all'impatto delle riforme strutturali.

... sia in Giappone

Il Giappone è entrato tecnicamente in recessione. Il boom dei consumi a inizio d'anno e le sempre migliori condizioni del settore societario avevano alimentato la speranza che fosse in atto una ripresa capace di autosostenersi. Tuttavia, analogamente all'area dell'euro, la domanda interna non è riuscita ad accelerare a sufficienza prima che intervenisse il calo nella crescita delle esportazioni. La fase recessiva è stata acuita da un significativo aggiustamento della produzione nei settori delle tecnologie informatiche, conseguenza delle misure adottate per ridurre i livelli relativamente alti di scorte e capacità eccedente.

Crescita robusta in altre economie avanzate ...

Altre economie avanzate sono state colpite meno duramente dal rallentamento ciclico. Il Regno Unito è riuscito a mantenere ritmi di crescita interna sostanziali nonostante una decelerazione della spesa per consumi. Anche in Svezia il rafforzamento della domanda interna ha consentito il

permanere di alti tassi di espansione. Australia, Canada e Nuova Zelanda hanno beneficiato di un netto miglioramento delle ragioni di scambio e di una vigorosa domanda finale interna.

Le regioni emergenti sono state anch'esse in grado di conservare un notevole slancio (Capitolo III). L'espansione in Cina è proseguita a ritmi sostenuti, nonostante il varo di misure amministrative volte a raffreddare l'economia. I rincari delle materie prime e l'accresciuta fiducia nelle politiche macroeconomiche hanno favorito l'America latina. Anche nei paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO) l'attività economica è aumentata più rapidamente di quanto inizialmente previsto; l'adesione all'Unione europea di otto paesi della regione il 1° maggio 2004 ha attratto flussi di capitale, mentre il rapido aumento del credito e tassi di interesse reali in calo hanno intensificato la domanda interna. In Africa la crescita è stata sospinta dal miglioramento delle ragioni di scambio.

... e nei principali mercati emergenti

### Prospettive e rischi

Le previsioni prevalenti indicano per quest'anno una crescita dell'economia globale intorno al 4% (tabella II.1). Visti i buoni profitti realizzati su scala mondiale, nel corso del 2005 la spesa delle imprese dovrebbe rimanere alta negli Stati Uniti e accelerare in altre regioni. Il miglioramento nelle condizioni del mercato del lavoro, unitamente al protrarsi di una bassa inflazione, dovrebbe a sua volta favorire il reddito e i consumi delle famiglie. L'eliminazione dei contingenti all'importazione di prodotti tessili all'inizio di quest'anno ha fornito un ulteriore impulso alle esportazioni dei maggiori paesi asiatici,

Anche per il 2005 si prevede una crescita robusta ...

Crescita e inflazione								
variazioni medie annue, in percentuale								
	PIL reale				Prezzi al consumo <sup>1</sup>			
	Media 1991-2002	2003	2004	2005 <sup>2</sup>	Media 1991-2002	2003	2004	2005 <sup>2</sup>
Totale <sup>3</sup>	3,5	3,6	4,8	3,9	12,9	2,9	3,2	3,1
Economie industriali avanzate <sup>3</sup>	2,3	1,9	3,1	2,3	2,2	1,8	2,0	2,0
Stati Uniti	2,9	3,0	4,4	3,4	2,7	2,3	2,7	2,8
Area dell'euro	1,9	0,5	1,8	1,5	2,4	2,1	2,1	1,8
Giappone	1,2	1,4	2,6	1,0	0,6	-0,3	-0,0	-0,1
Regno Unito	2,4	2,2	3,1	2,5	2,4	1,4	1,3	1,8
Altre <sup>3, 4</sup>	2,7	1,9	2,9	2,5	2,2	2,4	1,6	1,9
Economie emergenti <sup>3</sup>	5,1	6,1	7,1	6,3	28,5	4,5	4,9	4,8
Asia <sup>3, 5</sup>	7,1	7,5	7,8	7,2	6,5	2,3	3,9	3,8
America latina <sup>3, 6</sup>	2,7	2,0	5,9	4,3	64,0	7,0	6,7	6,3
Europa centrale e orientale <sup>3, 7</sup>	0,1	5,9	6,8	5,3	88,1	12,2	8,3	8,0
Altre <sup>3, 8</sup>	2,1	4,5	4,3	4,5	5,6	3,8	1,0	2,3

<sup>1</sup> Per l'area dell'euro e il Regno Unito, indice armonizzato; per l'America latina, dati a fine anno. <sup>2</sup> Previsioni di Consensus Economics pubblicate in maggio. <sup>3</sup> Media ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. <sup>4</sup> Australia, Canada, Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda, Svezia e Svizzera. <sup>5</sup> Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. <sup>6</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. <sup>7</sup> Polonia, Repubblica ceca, Russia, Turchia e Ungheria. <sup>8</sup> Arabia Saudita e Sudafrica.

Fonti: Eurostat; © Consensus Economics; statistiche nazionali.

Tabella II.1

specie la Cina. La solidità della crescita statunitense nel primo trimestre 2005, nonché l'accelerazione dell'attività in Giappone e, in misura minore, nell'area dell'euro dopo il debole andamento del trimestre precedente confortano queste previsioni.

... ma i rincari petroliferi ...

Ciò nonostante, la recente evoluzione mette in luce taluni rischi per la crescita mondiale. In primo luogo, i prezzi del greggio – saliti ancora nella primavera del 2005 – sembrano destinati a rimanere alti per lungo tempo. I rialzi dei *futures* a lungo termine sul petrolio suffragano l'opinione secondo cui vi sarebbe stato un marcato spostamento verso l'alto del prezzo di equilibrio del greggio. Le conseguenze di eventuali nuovi rincari potrebbero essere più serie di quanto attualmente previsto. Tali rischi sono accentuati dai recenti sintomi di pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti.

... e un possibile aumento dei tassi di interesse ...

In secondo luogo, un ritorno a livelli più normali dei tassi di interesse a lunga – oggi insolitamente bassi – potrebbe frenare la spesa delle famiglie e l'edilizia residenziale. In diversi paesi i prezzi delle abitazioni appaiono vulnerabili a ribassi di cui è impossibile prevedere l'entità.

... rendono necessario affrontare gli squilibri macroeconomici

In questo contesto la correzione degli squilibri macroeconomici continua a rappresentare la terza importante sfida. Un problema è rappresentato dalla contestuale crescita del disavanzo corrente negli Stati Uniti e delle eccedenze in altri paesi, specie dell'Asia. Un fenomeno correlato è il costante aumento del debito e il basso livello del risparmio delle famiglie in molti paesi industriali avanzati. Restano infine elevati i disavanzi di bilancio.

## Inflazione

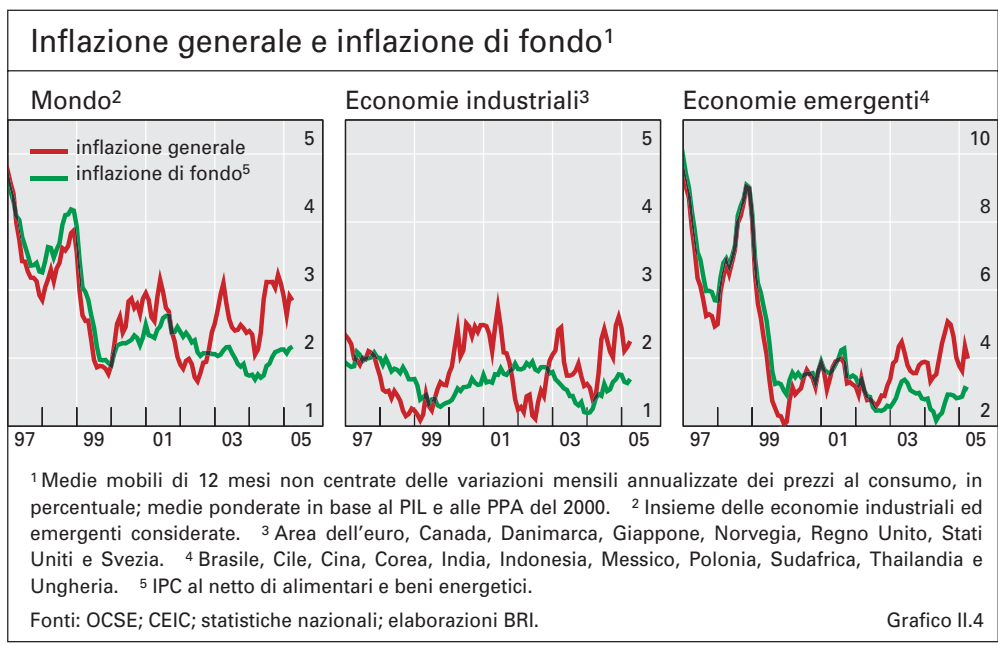
### *Inflazione bassa e stabile*

Pressioni inflazionistiche contenute

Nel periodo sotto rassegna l'inflazione mondiale è rimasta contenuta, nonostante i netti rincari del greggio e delle materie prime non petrolifere, l'orientamento accomodante delle politiche monetarie e di bilancio, e il minore sottoutilizzo di capacità in molte economie. Nei paesi industriali avanzati l'inflazione dei prezzi al consumo è aumentata tra l'inizio e la fine del 2004 dall'1½ al 2½% circa. L'accelerazione intervenuta dagli inizi del 2005, specie negli Stati Uniti, non modifica sostanzialmente tale quadro. L'impatto inflazionistico dei crescenti prezzi petroliferi è stato più intenso nelle economie emergenti, che rispetto a quelle avanzate tendono a presentare una più elevata dipendenza dal petrolio (Capitolo III). Insieme al rincaro dei generi alimentari, esso ha innalzato l'indice generale dei prezzi in Asia dal 3% circa a un picco di quasi il 5% fra l'inizio e il terzo trimestre del 2004. Nel corso dell'anno è altresì peggiorata la situazione nei PECO, dopo vari anni di disinflazione.

Sostanzialmente invariata l'inflazione di fondo

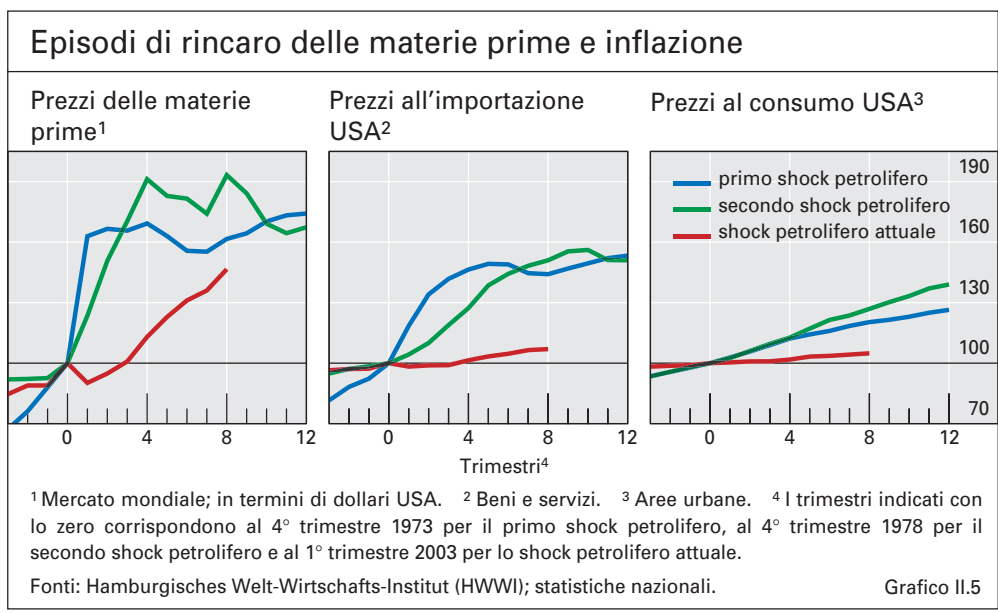
Ciò nondimeno, le pressioni inflazionistiche sottostanti sono state globalmente contenute. Nel 2004 l'inflazione di fondo (che esclude dall'IPC le componenti alimentari ed energetiche) è rimasta essenzialmente stabile in molte economie avanzate ed emergenti. Negli Stati Uniti si è mantenuta intorno a 1 punto percentuale al disotto dell'inflazione generale (pari a circa il 2½%). Il Giappone ha continuato a registrare una lieve deflazione: l'inflazione di fondo si è situata al -½%, contro un'inflazione generale pari a zero, di riflesso



al calo nei prezzi dei servizi pubblici. Nell'area dell'euro l'inflazione di fondo ha evidenziato una certa vischiosità, riconducibile principalmente all'impatto degli aumenti di tabacchi e prezzi amministrati. Nelle principali economie emergenti essa non supera il 3% da metà 2003. Di conseguenza, nel 2004 si è ampliato il divario fra l'indice generale dei prezzi e quello al netto di alimentari ed energia (grafico II.4).

Se inquadrati in una prospettiva storica di più lungo periodo, i tassi di inflazione rimangono bassi e stabili. La loro variabilità mensile nei paesi industriali avanzati è diminuita da circa 1 punto percentuale nei primi anni ottanta a 0,2 punti percentuali nel 2004. Ciò vale anche per la dispersione dei tassi di inflazione fra i vari paesi: lo scorso anno, l'IPC di fondo nell'area industriale avanzata oscillava fra lo 0% e il 3%, in netto contrasto con gli inizi

Bassa variabilità dei tassi di inflazione ...



Canali di trasmissione dell'inflazione						
	Dai prezzi delle materie prime ai prezzi all'importazione <sup>1</sup>		Dai tassi di cambio ai prezzi all'importazione <sup>1</sup>		Dai prezzi all'importazione all'IPC di fondo <sup>2</sup>	
	1971-1989	1990-2004	1971-1989	1990-2004	1971-1989	1990-2004
Stati Uniti	0,29 **	0,21 **	0,48 **	0,18 **	0,25 **	0,10
Giappone	0,35 **	0,26 **	0,74 **	0,36 **	0,23 **	0,05
Germania	0,22 **	0,16 **	0,37 **	0,28 **	0,17 **	-0,03
Francia	0,20 **	0,12 **	0,76 **	-0,06	0,27 **	-0,14
Regno Unito	0,19 **	0,11 **	0,68 **	0,45 **	0,29 *	0,01
Italia	0,33 **	0,25 **	0,56 **	0,41 **	0,32 **	0,46

Nota: i simboli \*\* e \* indicano che i risultati sono significativamente diversi da zero ai livelli di confidenza del 99 e 95% rispettivamente.

<sup>1</sup> Variazione percentuale dei prezzi all'importazione in risposta a un aumento dell'1% nei prezzi delle materie prime (misurati in moneta locale) o a un deprezzamento dell'1% nel tasso di cambio effettivo nominale. <sup>2</sup> Variazione percentuale dei prezzi al consumo (componente di fondo) in risposta a un aumento dell'1% nei prezzi all'importazione.

Fonti: OCSE; HWWI; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella II.2

degli anni ottanta, quando esso variava dal 4% del Giappone a oltre il 12% di Norvegia e Regno Unito.

... rispetto ai precedenti shock dei prezzi delle materie prime

La relativa stabilità dei tassi di inflazione nel 2004 è particolarmente rimarchevole se la si raffronta con precedenti episodi di rincari petroliferi (grafico II.5). Benché i recenti aumenti del greggio risultino di per sé piuttosto modesti rispetto ai due precedenti shock, quelli dell'insieme delle materie prime sono grosso modo equivalenti. Malgrado il brusco deprezzamento del dollaro, che avrebbe dovuto accrescere le pressioni al rialzo, negli Stati Uniti l'inflazione importata è rimasta sorprendentemente contenuta. L'effetto sui prezzi al consumo appare pressoché trascurabile.

Impatto limitato nelle maggiori economie avanzate ...

L'impatto delle variazioni nei corsi delle materie prime sui prezzi al consumo è pertanto diminuito, e non solo negli Stati Uniti. A partire dagli anni novanta i prezzi all'importazione delle maggiori economie industriali avanzate sono divenuti molto meno sensibili alle oscillazioni del costo delle materie prime rispetto ai vent'anni precedenti, durante i quali erano intervenuti i due grandi shock petroliferi (tabella II.2).

... associatosi a un'ampia variazione dei prezzi relativi

Una bassa inflazione al consumo in un contesto di forti rincari delle materie prime comporta un considerevole mutamento nei prezzi relativi: tra il 1995 e il 2004 il rapporto fra il prezzo dei beni di consumo e quello delle materie prime negli Stati Uniti è calato del 30%, e correzioni analoghe si sono verificate nell'area dell'euro e in Giappone.

#### *Fattori all'origine dell'inflazione bassa e stabile*

Diversa composizione delle importazioni ...

Uno dei fattori all'origine del minore impatto dei rincari delle materie prime sul livello e sulla variabilità dell'inflazione interna, specie nei paesi industriali avanzati, risiede nella mutata composizione delle importazioni. Rispetto a vent'anni fa, il petrolio rappresenta oggi una quota inferiore dell'import, grazie al calo dei consumi energetici per unità di PIL. Inoltre, l'incidenza dell'energia e delle materie prime sulle importazioni dei paesi industriali è scesa a seguito



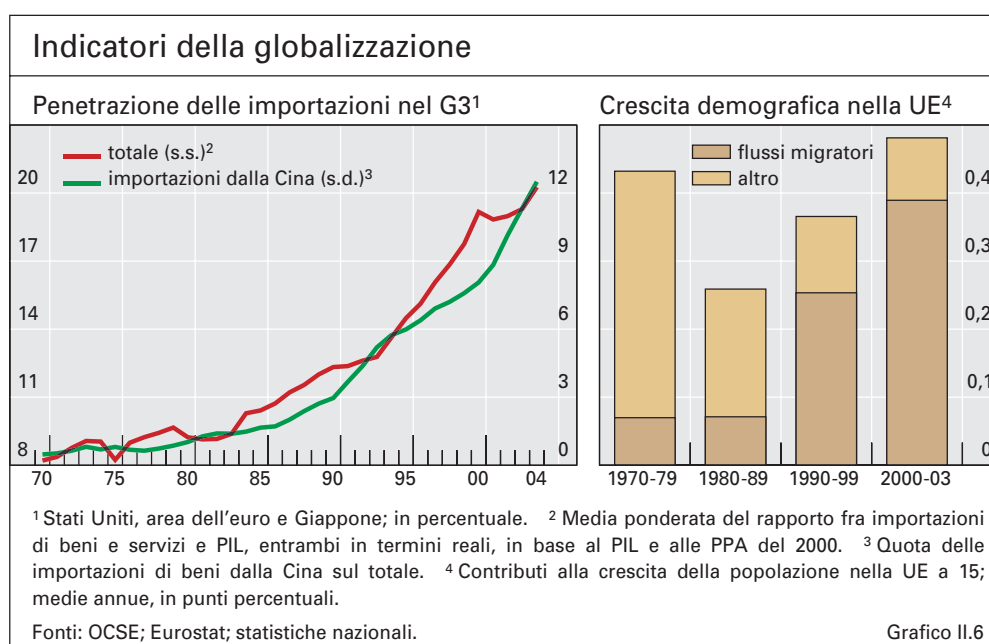
di uno spostamento della produzione dei manufatti verso le economie emergenti.

Un secondo fattore consiste nelle diverse politiche di prezzo seguite dai produttori di manufatti. La deregolamentazione e il progresso tecnologico hanno intensificato la concorrenza sui mercati dei beni, riducendo il margine di manovra per aumenti di prezzo anche in presenza di shock dal lato dei costi. Analogamente, la possibilità di approvvigionarsi a prezzi più convenienti sul mercato mondiale ha esercitato pressioni al ribasso sulle percentuali di ricarico degli attuali fornitori. La sempre maggiore penetrazione delle importazioni da paesi emergenti come la Cina bene illustra questo effetto (grafico Il.6). Tuttavia, la maggiore produttività – si veda ad esempio l’istituzione di più efficienti reti di distribuzione al dettaglio negli Stati Uniti e nel Regno Unito – ha permesso alle imprese di preservare i margini di profitto.

... crescente concorrenza nei mercati dei beni ...

Terzo, i rincari dell’energia non hanno determinato inasprimenti delle pressioni salariali. Nei paesi dell’OCSE i costi del lavoro per unità di prodotto nel settore delle imprese sono saliti nel 2004 dell’1/2%, contro una media annua di circa il 4 1/2% negli anni ottanta. Secondo molti osservatori, la diffusa delocalizzazione dei processi produttivi, l’esternalizzazione di taluni servizi e l’accresciuta mobilità internazionale del lavoro hanno affievolito il potere contrattuale di lavoratori e organizzazioni sindacali in molti paesi industriali. Ad esempio, nell’Europa occidentale i costi orari del lavoro superano in genere di cinque-dieci volte quelli nei nuovi paesi membri della UE. Ciò ha favorito l’emigrazione di manodopera da questi Stati verso l’Ovest europeo (seguita spesso da una seconda ondata migratoria, da paesi situati ancora più a est verso gli stessi nuovi Stati membri). Il costante incremento delle rimesse dai paesi industriali a quelli in via di sviluppo (specie in America latina e Asia emergente) induce a ritenere che sviluppi analoghi siano in atto anche in altre parti del mondo. Persino laddove la migrazione effettiva è limitata, la minaccia che un aumento delle retribuzioni potesse indurre a delocalizzare la produzione

... e nei mercati del lavoro



ha avuto un effetto analogo sulle dinamiche salariali. Ad esempio, in Giappone ciò ha contribuito a innalzare il numero di lavoratori *part-time*, mentre in Germania diverse grandi imprese hanno di recente stipulato contratti che, in cambio di una riduzione del salario reale, garantiscono la stabilità del posto di lavoro.

Accresciuta credibilità delle politiche monetarie

Infine, lo stesso processo inflativo ha subito modifiche che potrebbero aver ridimensionato gli effetti immediati dei rincari delle materie prime. Molti osservatori sostengono che, grazie ad aspettative di bassa inflazione solidamente ancorate e alla maggiore credibilità delle politiche monetarie, è oggi più probabile che gli shock di costo nei paesi industriali vengano ritenuti temporanei (Capitolo IV). In tali circostanze, le imprese potrebbero decidere di mantenere i prezzi costanti per un periodo di tempo significativo.

Generalizzato calo della traslazione del cambio

Questi fattori potrebbero inoltre spiegare la ridotta trasmissione delle oscillazioni del cambio ai prezzi all'importazione e al consumo (tabella II.2). La minore incidenza delle materie prime sulle importazioni ha diminuito non solo l'impatto diretto dei relativi rincari sull'inflazione, ma anche la traslazione delle variazioni del cambio, che per questo tipo di prodotti tende a essere elevata. La maggiore contendibilità dei mercati, e la corrispondente riduzione nel potere delle imprese in posizione dominante di innalzare i prezzi, hanno inoltre attenuato le pressioni inflazionistiche derivanti dai deprezzamenti. La moderazione salariale ha fornito agli esportatori lo spazio per mantenere stabili i prezzi espressi nella moneta dell'importatore e preservare al tempo stesso i margini di profitto malgrado l'appezzamento della valuta nazionale. In Germania, ad esempio, i costi reali del lavoro per unità di prodotto sono calati di quasi il 20% negli ultimi vent'anni. Infine, riducendo la persistenza dell'inflazione, la maggiore credibilità delle politiche monetarie potrebbe aver aumentato la propensione delle imprese ad assorbire quegli shock del tasso di cambio che vengono percepiti come temporanei.

### *Prospettive*

L'inflazione dovrebbe rimanere contenuta ...

L'inflazione dovrebbe rimanere su bassi livelli nel 2005 (tabella II.1). Questa prospettiva concorda sostanzialmente con la posizione ciclica attesa delle principali economie: flessione della crescita su livelli più vicini al potenziale e rallentamento nella dinamica della produttività negli Stati Uniti, persistenza di una capacità eccedente nell'area dell'euro e minor sottoutilizzo di risorse in Giappone.

... e non sono da escludere pressioni al ribasso sui prezzi ...

Ulteriori pressioni al ribasso sui prezzi al consumo potrebbero provenire dalle trasformazioni strutturali sopra menzionate. Ad esempio, l'abolizione dei contingenti all'importazione di prodotti tessili in Nord America ed Europa quest'anno ha impresso slancio alle esportazioni di Cina e India. Tuttavia, è ancora troppo presto per valutarne gli effetti sui prezzi dei prodotti tessili e dell'abbigliamento, anche se l'esperienza di paesi come Giappone e Norvegia – che non avevano imposto contingenti o li avevano già rimossi – fa ritenere che tali effetti potrebbero non essere trascurabili. Più in generale, il forte calo del rapporto fra prezzi dei manufatti e prezzi delle materie prime potrebbe indicare un'elevata elasticità dell'offerta nei paesi emergenti divenuti grandi esportatori di manufatti.

Output gap e inflazione <sup>1</sup>							
	Stati Uniti	Giappone	Germania	Francia	Regno Unito	Italia	Canada
1971-1989	0,11 **	0,37 **	0,10 **	0,18 **	0,10	0,17 **	0,11 **
1990-2004	0,07 **	0,08	0,09	0,05	0,28 **	0,05	0,09

<sup>1</sup> Variazione percentuale dei prezzi al consumo (componente di fondo) in risposta a una variazione di 1 punto percentuale nell'*output gap*. Il simbolo \*\* indica che il risultato è significativamente diverso da zero al livello di confidenza del 99%.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella II.3

Con l'accresciuta globalizzazione è senz'altro possibile che i fattori interni abbiano perso rilevanza quali determinanti dell'inflazione nelle singole economie. In particolare, l'integrazione di paesi con un'abbondante offerta di lavoro potrebbe aver allentato le pressioni salariali sull'economia mondiale nel suo complesso. Stime della curva di Phillips mostrano come i coefficienti degli *output gap* – che rispecchiano in linea generale le condizioni interne della domanda e dell'offerta – siano di fatto calati in gran parte dei paesi industriali, anche se non ovunque in misura decisiva (tabella II.3).

... né una minore  
rilevanza dei fattori  
interni

Detto ciò, non è chiaro quale sia l'impatto sull'inflazione prodotto dalla combinazione di *output gap* nazionali ridotti e capacità inutilizzata a livello globale. Dato l'incremento dell'inflazione di fondo negli Stati Uniti al volgere dell'anno, non è da escludere che le imprese abbiano recuperato parte del loro potere di fissazione dei prezzi. Nel più lungo periodo, i maggiori redditi delle economie emergenti potrebbero far lievitare la domanda di beni e servizi. Come è sempre accaduto sul piano interno, anche a livello internazionale finiranno per emergere vincoli di capacità sull'offerta di lavoro.

Permangono  
incertezze

## Evoluzione della bilancia corrente

### *Ampliamento degli squilibri esterni*

Gli squilibri mondiali di parte corrente si sono ulteriormente ampliati nel periodo sotto rassegna. Il crescente disavanzo esterno delle economie industriali avanzate rispecchia principalmente il nuovo peggioramento del deficit USA, che nel 2004 ha sfiorato i \$670 miliardi, pari a oltre il 5½% del PIL (tabella II.4). Per contro, sono cresciute le eccedenze di conto corrente dei paesi esportatori netti di materie prime. Anche diverse importanti economie asiatiche hanno continuato a registrare cospicui avanzi, nonostante il deterioramento delle ragioni di scambio e i rapidi tassi di crescita. Il Giappone, con un surplus intorno al 3½% del PIL, ha concorso per circa la metà al saldo corrente dell'Asia verso il resto del mondo. Nel 2004 l'avanzo netto della Cina non è stato particolarmente ampio, ma negli ultimi tempi è aumentato fortemente. L'area dell'euro ha fatto ancora una volta registrare un modesto avanzo (nell'ordine dell'½% del PIL), cui la Germania ha contribuito con un surplus di quasi il 4% del PIL, mentre la Spagna segnava un deficit del 5% circa. Le partite correnti di altre economie avanzate sono variate di poco. Regno

Si ampliano gli  
squilibri di parte  
corrente ...

Saldi del conto corrente						
in miliardi di dollari USA						
	Media 1991-2000	2001	2002	2003	2004	Per memoria: 2004 <sup>1</sup>
Stati Uniti	-153	-386	-474	-531	-666	-5,7
Area dell'euro <sup>2</sup>	20	13	54	26	36	0,4
Giappone	107	88	112	137	172	3,7
Altre economie industriali avanzate	-7	36	33	52	42	0,8
Cina	13	17	35	46	69	4,0
Altri paesi dell'Asia emergente	9	74	96	124	124	4,6
America latina	-49	-54	-16	7	16	0,8
PECO	-12	-17	-24	-37	-51	-5,0
Russia	10	34	29	35	60	12,2
Arabia Saudita	-8	9	12	28	52	20,7
Resto del mondo	-14	25	10	30	65	3,9
<i>Per memoria: mondo</i> <sup>3</sup>	-84	-161	-133	-83	-81	...

<sup>1</sup> In percentuale del PIL. <sup>2</sup> Somma dei saldi delle singole economie dell'area dell'euro. <sup>3</sup> Comprende errori, omissioni e asimmetrie nelle statistiche di bilancia dei pagamenti.

Fonti: FMI; statistiche nazionali.

Tabella II.4

Unito e Australia hanno continuato a far registrare disavanzi considerevoli. Anche nei PECO i saldi correnti sono rimasti altamente negativi, mentre in America latina è proseguito il miglioramento tendenziale iniziato sul finire degli anni novanta.

... in parte a causa  
dei rincari delle  
materie prime ...

Un importante fattore alla base dei crescenti squilibri globali sono stati i bruschi rincari delle materie prime, che hanno accresciuto di oltre \$100 miliardi – ossia ¼% del PIL – le importazioni petrolifere nette dei paesi dell'OCSE. Se tale effetto è comparabile a quello dei rialzi del greggio negli anni novanta, esso è decisamente inferiore all'impatto dei due precedenti shock petroliferi. Gli alti prezzi delle materie prime hanno accresciuto gli introiti da esportazioni di Medio Oriente, Russia e altri esportatori netti. Un'eccezione degna di nota è stata l'Australia, dove il disavanzo è aumentato malgrado il notevole miglioramento delle ragioni di scambio, anche perché le esportazioni paiono essere state frenate da vincoli di capacità produttiva.

... e del ruolo  
propulsivo degli  
Stati Uniti per la  
crescita mondiale

Il secondo fattore all'origine del profilo globale delle partite correnti è il ruolo che gli Stati Uniti continuano a svolgere nel trainare la ripresa dei paesi industriali avanzati. La debole domanda interna in altre importanti economie ha frenato la vendita di prodotti statunitensi all'estero, mentre le importazioni sono aumentate di riflesso ai vivaci consumi del paese. Si è trattato in sostanza della prosecuzione della tendenza osservata dal 2001. Inoltre, lo scorso anno gli accresciuti investimenti delle società USA hanno coinciso con un leggero aumento delle importazioni di beni strumentali.

Squilibri  
internazionali del  
risparmio e degli  
investimenti

La differenza tra risparmio e investimenti nazionali riflette per definizione il saldo delle partite correnti. I crescenti avanzi dell'Asia e dei paesi esportatori di petrolio nel 2004 discendono da un ulteriore aumento dei saggi di risparmio

complessivi di queste regioni. Nell'Asia emergente anche i tassi di investimento sono saliti, ma rimangono, con l'importante eccezione della Cina, ben al di sotto di quelli osservati prima della crisi del 1997-1998. Per la prima volta dal 2000, l'ampliamento del disavanzo corrente USA ha avuto come contropartita un aumento degli investimenti privati, anziché una flessione del risparmio nazionale. Quest'ultimo è rimasto perlopiù invariato su livelli storicamente bassi.

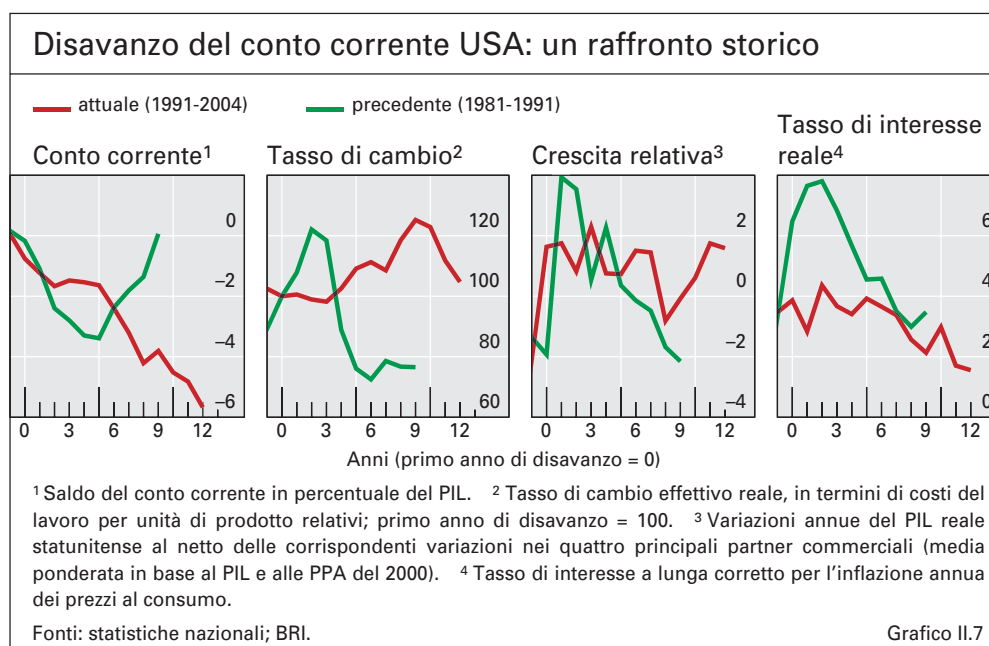
### Meccanismi di aggiustamento nell'economia reale

Le passate correzioni del conto corrente nelle economie industriali avanzate avevano generalmente comportato simultanei aggiustamenti dei tassi di cambio e di interesse, accompagnati da una ricomposizione della crescita mondiale. Ad esempio, prima che il disavanzo corrente degli Stati Uniti cominciasse a ridursi nel 1987, il cambio effettivo reale del dollaro subì un generalizzato deprezzamento di elevata entità (grafico II.7). Ne risultò uno spostamento dei prezzi relativi a favore dei beni *tradable* USA, seguito da una brusca accelerazione delle esportazioni. Tale effetto fu accentuato dalla più vigorosa crescita relativa del reddito dei principali partner commerciali del paese. Gli alti tassi di interesse reali negli Stati Uniti contribuirono a innalzare il risparmio privato nei primi anni ottanta, limitando così l'impatto del crescente disavanzo pubblico sulle partite correnti. Sul finire di quel decennio, a favorire la correzione del conto corrente intervennero politiche di bilancio più restrittive.

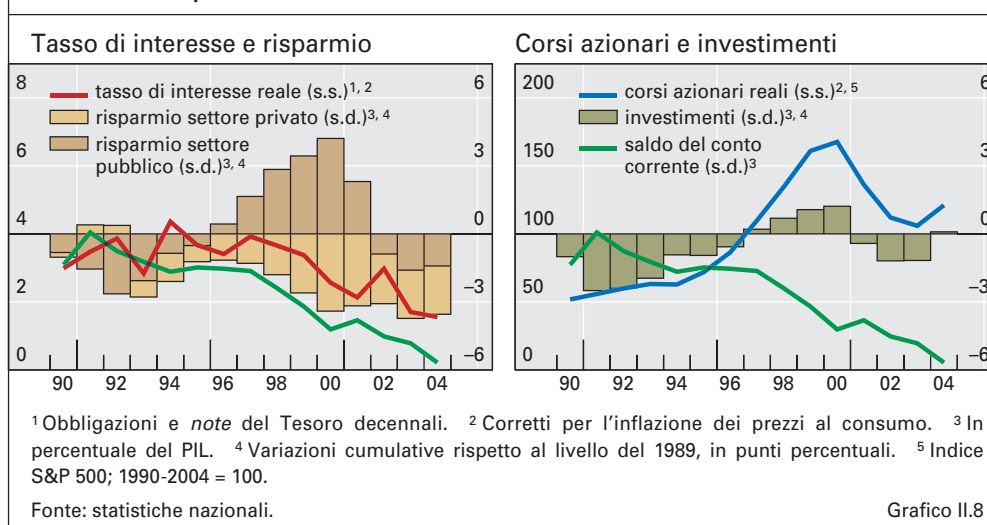
Tutti questi meccanismi di aggiustamento sono apparsi notevolmente attenuati nel periodo in esame. In primo luogo, negli ultimi due anni il dollaro ha perso circa il 20% in termini effettivi reali ampi, molto meno che tra il 1985 e il 1988, quando si deprezzò di quasi il 50% in termini di costi unitari relativi del lavoro. Seppure aumentata nel 2004, la crescita delle esportazioni USA non ha ancora il dinamismo che la contraddistinse nella seconda metà degli anni ottanta.

Profilo delle passate correzioni esterne

Le esportazioni USA accelerano il passo ...



## Stati Uniti: prezzi delle attività e conto corrente



... ma le importazioni crescono ancor più velocemente ...

In secondo luogo, la crescita dei maggiori partner commerciali è stata di scarso stimolo alle esportazioni statunitensi. Il fatto che negli ultimi anni queste abbiano continuato a crescere meno delle importazioni – anche tenendo conto dell'effetto dei rincari petroliferi – è in parte l'immagine speculare del vigore relativo della domanda interna USA rispetto a quella dei principali partner commerciali. Secondo le proiezioni per il 2005 e il 2006, la convergenza dei tassi di crescita sarà lenta e incompleta. Una circostanza aggravante è che, fino a oggi, la minore traslazione dei movimenti del cambio sui prezzi all'importazione negli Stati Uniti potrebbe aver indebolito gli incentivi a riallocare la spesa dalle importazioni ai prodotti interni e a investire nella produzione di beni *tradable*.

... e i bassi tassi di interesse ostacolano la correzione

In terzo luogo, anche il livello insolitamente basso dei tassi di interesse reali a lungo termine sembra aver contribuito al disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti negli ultimi anni (grafico II.8). Esso ha comportato un calo dei costi di indebitamento e un connesso aumento nel valore delle attività (in particolare degli immobili residenziali, si veda oltre). Ciò ha parimenti favorito il finanziamento di crescenti disavanzi di bilancio, provocati in buona parte da tagli alle imposte. Entrambi questi canali hanno contribuito ad accrescere la domanda di importazioni da parte delle famiglie. Tali andamenti contrastano nettamente con quanto accaduto negli ultimi anni novanta, allorché il sempre maggiore disavanzo delle partite correnti USA rispecchiava gli accresciuti investimenti delle imprese nel contesto di quotazioni azionarie in ascesa.

Misure di politica economica volte a facilitare l'aggiustamento

Al fine di potenziare l'efficacia dei meccanismi di aggiustamento nell'economia reale si renderà necessaria una combinazione di diverse misure di politica economica nei paesi sia in avanzo che in disavanzo. I capisaldi di queste politiche sono largamente indiscussi: crescita del risparmio delle famiglie e risanamento dei conti pubblici, in particolare negli Stati Uniti (di cui si discuterà oltre); riforme strutturali che spingano la crescita del settore dei beni *non-tradable* in Europa e in Asia; maggiore flessibilità dei tassi di cambio nei paesi dell'Asia emergente (Capitolo V). L'insieme di queste misure

accrescerebbe l'efficacia dei meccanismi di aggiustamento a livello globale, il che potrebbe ridurre gli squilibri esterni nel medio periodo.

## Risparmio e investimenti del settore privato

### Tendenze

Nel 2004 il risparmio ha continuato a crescere su scala mondiale. Il risparmio nazionale è complessivamente salito al 25% del PIL, 1 punto percentuale circa al di sopra della media annua di questo decennio e 2 punti in più di quella degli anni novanta (tabella II.5). L'aumento è dovuto soprattutto ai paesi in via di sviluppo. Il contributo principale è provenuto dall'Asia, specie dalla Cina, dove il saggio di risparmio nazionale è cresciuto al 48%. Poco si conosce del profilo settoriale del risparmio e di eventuali carenze nei dati di contabilità nazionale in questo paese, ma la sostanziale stabilità del disavanzo di bilancio induce a ritenere che l'incremento derivi soprattutto dal settore privato. Subito dietro l'Asia si collocano i paesi esportatori di petrolio, dove la crescita del

Aumenta il risparmio mondiale

Risparmio e investimenti: tendenze					
in percentuale del PIL					
	Media 1990-99	Media 2000-02	2003	2004	Per memoria: 1991- 2004 <sup>1</sup>
Risparmio mondiale	22,9	23,4	23,9	24,9	1,7
Economie avanzate <sup>2</sup>	21,3	20,6	19,1	19,4	-2,8
Stati Uniti	16,3	16,2	13,5	13,7	-2,5
Area dell'euro	21,5	21,3	20,3	20,9	-1,1
Giappone	31,6	27,8	27,1	27,6	-6,8
Economie emergenti <sup>3</sup>	25,3	27,2	29,8	31,5	6,9
PVS dell'Asia	31,0	32,6	36,5	38,2	9,5
Cina	40,3	39,9	45,5	48,0	9,6
America latina	18,3	17,8	20,0	21,0	1,9
Europa centrale e orientale	20,6	18,8	18,6	19,1	-7,0
Investimenti mondiali	24,0	23,2	23,5	24,6	0,1
Economie avanzate <sup>2</sup>	21,8	21,0	20,0	20,7	-2,5
Stati Uniti	18,7	19,4	18,4	19,7	1,1
Area dell'euro	21,1	20,9	19,5	20,2	-2,9
Giappone	29,3	25,3	23,9	23,9	-9,0
Economie emergenti <sup>3</sup>	27,2	26,1	27,9	29,2	2,8
PVS dell'Asia	32,2	30,8	33,6	35,5	5,1
Cina	38,5	37,9	42,4	43,9	8,7
America latina	20,9	19,8	19,0	19,8	0,3
Europa centrale e orientale	23,3	23,1	23,2	23,8	-2,9

<sup>1</sup> Variazioni cumulative, in punti percentuali. <sup>2</sup> Comprende le economie di recente industrializzazione dell'Asia. <sup>3</sup> Escluse le economie di recente industrializzazione dell'Asia.

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

Tabella II.5

risparmio è stata favorita dai maggiori introiti da esportazioni; di questi sembra però aver beneficiato in particolar modo il risparmio pubblico, giacché due terzi circa di tali introiti sono andati ad accrescere le entrate fiscali.

Crescita marginale del risparmio nelle economie avanzate

Nelle economie industriali avanzate il risparmio nazionale è aumentato in termini aggregati per la prima volta dal 2001, anche se solo marginalmente. Comunque, i saggi di risparmio sono rimasti ben al disotto dei valori medi degli ultimi due decenni. Se il principale fattore all'origine del recente andamento è stato il lieve calo dei disavanzi pubblici, vi ha altresì contribuito l'aumento del risparmio delle imprese sotto forma di utili non reinvestiti, una tendenza osservabile dal 2000. Nel contempo è proseguita la dinamica discendente del risparmio delle famiglie, seppur con differenze considerevoli da paese a paese: all'ulteriore calo negli Stati Uniti si è contrapposta la modesta crescita in Giappone e in alcuni paesi europei, specie laddove – come in Germania e nei Paesi Bassi – vi era incertezza riguardo alle prospettive di impiego e alle pensioni.

Dinamismo nell'edilizia residenziale ...

Gli investimenti aggregati (investimenti delle imprese e costruzioni residenziali) hanno segnato un recupero nella maggior parte dei paesi industriali avanzati e delle economie emergenti. Se l'accelerazione non è stata uniforme (Cina e Stati Uniti hanno registrato gli aumenti maggiori – tabella II.5), un aspetto comune sembra invece essere il generale dinamismo degli investimenti in abitazioni. Nei paesi dell'OCSE questa tipologia di investimento è cresciuta nel 2004 di oltre il 6% in termini reali, il tasso più elevato da metà anni novanta.

... e aumento degli investimenti delle imprese

Dopo la lenta ripresa dal minimo ciclico del 2002, anche gli investimenti societari si sono intensificati, specie nell'area industriale avanzata. Tale andamento riflette soprattutto il rafforzamento della spesa delle imprese negli Stati Uniti nel corso del 2004. Nell'area dell'euro questa è tornata a crescere – ancorché a ritmi moderati – dopo due anni di flessioni, mentre in Giappone i saggi di investimento sono rimasti stabili. In generale, tuttavia, nelle economie avanzate le imprese continuano a investire meno, in termini sia assoluti sia di incidenza sul PIL, rispetto alla seconda metà degli anni novanta.

#### *Bilanci e investimenti societari*

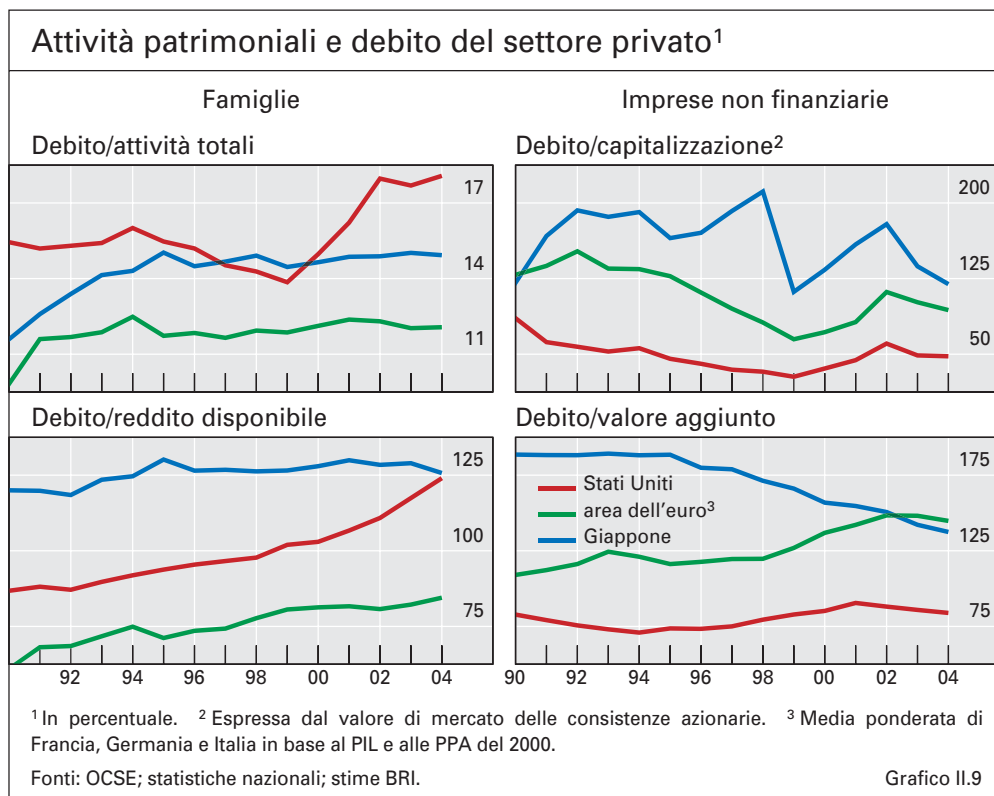
Si rafforzano i bilanci delle imprese ...

Nel 2004 i bilanci societari si sono rafforzati in tutte e tre le principali aree valutarie. Il debito è ovunque calato in rapporto sia al capitale proprio sia al valore aggiunto, benché le imprese statunitensi continuino a mostrare una solidità maggiore rispetto alle loro omologhe europee e nipponiche (grafico II.9). Il miglioramento è stato favorito dalla forte crescita dei profitti osservata su scala mondiale (grafico II.10). Negli Stati Uniti margini e quota dei profitti si sono avvicinati a valori record; in Europa la quota dei profitti è tornata in prossimità dei livelli di metà anni novanta, mentre il settore societario del Giappone ha compiuto sostanziali progressi.

... ma gli investimenti sono relativamente deboli ...

Dato il contesto di profitti eccezionalmente elevati e di favorevoli condizioni dal lato dell'offerta, la relativa debolezza degli investimenti societari ha destato una certa sorpresa. L'esiguità dei tassi di interesse reali e dei differenziali creditizi, assieme al rialzo dei corsi azionari, ha mantenuto basso il costo del capitale. Oltre a ciò, la produttività del lavoro nel settore delle imprese è

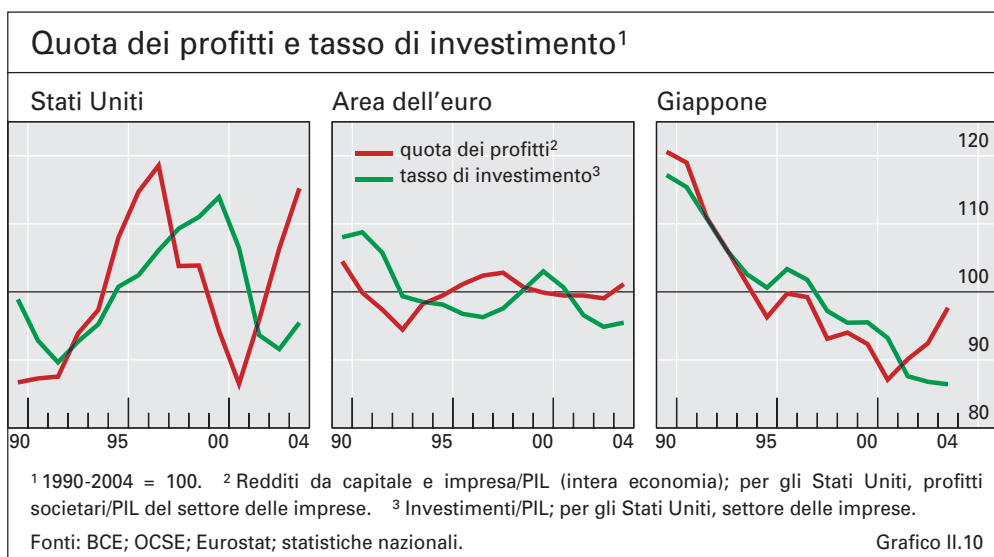




creciuta del 3% circa nei paesi dell'OCSE, sebbene l'area dell'euro sia rimasta in posizione considerevolmente arretrata.

L'accresciuta avversione al rischio manifestata dalle direzioni aziendali dopo il crollo del mercato azionario sembra aver frenato la formazione di capitale fisso. Le imprese si erano incentrate soprattutto sulla ristrutturazione dei bilanci, come dimostrano l'accumulo di liquidità e le iniziative volte a ridurre gli indici di indebitamento (Capitolo VI). Queste ultime rispecchiavano forse i timori derivanti dalla perdurante vulnerabilità ai mutamenti nelle condizioni del mercato finanziario. In Giappone e in alcuni paesi dell'Europa

... a causa dell'avversione al rischio ...



continentale un'ulteriore considerazione di ordine finanziario sarebbe stata la maggiore cautela del *management* circa l'accesso al credito in condizioni economiche avverse, alla luce del mutato atteggiamento delle banche negli ultimi anni.

... della  
composizione  
settoriale dei  
profitti ...

Negli Stati Uniti anche la composizione settoriale della crescita dei profitti ha svolto un ruolo rilevante. Negli anni più recenti gli utili sono aumentati in misura relativamente cospicua e costante in molti settori del terziario, come il commercio al dettaglio e i servizi finanziari. Nel settore manifatturiero, viceversa, essi sono crollati di quasi il 70% nel 2001-2002, e la loro incidenza sul totale è scesa dal 25% a meno del 10%. Le imprese manifatturiere hanno segnato un recupero nel 2004, ma i loro profitti sono rimasti ben al di sotto del livello degli ultimi anni novanta sia in termini di dollari sia in rapporto al valore aggiunto del settore. Per ciò che concerne gli investimenti, questi hanno seguito la dinamica degli utili nel biennio 2001-2002. Malgrado la ripresa del 2003, lo scorso anno la spesa per investimenti ha superato di appena il 10% il livello degli anni novanta, contro quasi il 50% del settore societario nel suo complesso.

... e della mediocre  
crescita dei mercati  
di origine

Nell'area dell'euro e in Giappone gli investimenti delle imprese hanno ancora risentito delle incerte prospettive per la domanda interna. Indagini condotte nell'area dell'euro mettono in luce il pessimismo che continua a pervadere il settore societario, specie sul futuro dei mercati interni. In un contesto di crescita esitante, i maggiori profitti hanno coinciso con modesti incrementi retributivi e una disoccupazione persistentemente elevata, e in aumento in alcuni paesi. Ciò è dovuto anche all'enfasi tuttora posta dalle imprese sull'intensificazione del capitale e la riduzione degli organici, specie nel settore manifatturiero, dove la concorrenza internazionale è particolarmente accanita. Per migliorare le prospettive occupazionali, e di conseguenza la domanda, occorrono misure volte a incrementare la crescita potenziale – segnatamente nel settore dei servizi – e mercati del lavoro più flessibili.

#### *Bilanci e spesa delle famiglie*

Cresce la ricchezza  
delle famiglie ...

Nel 2004 l'aumento dei prezzi delle abitazioni e dei corsi azionari ha accresciuto la ricchezza delle famiglie in numerosi paesi. Nelle economie industriali avanzate, per le quali sono disponibili i dati su attività e passività del settore, essa è cresciuta sia in termini assoluti che in rapporto al reddito disponibile, con la notevole eccezione del Giappone. Gli immobili residenziali, che rappresentano in genere una quota considerevole della ricchezza delle famiglie, hanno fatto registrare netti rincari in un'ampia gamma di economie. A fine 2004 le loro quotazioni avevano raggiunto o sfiorato i massimi storici (tabella II.6).

... ma anche il loro  
debito

Nel settore delle famiglie la crescita della ricchezza si è accompagnata a un corrispondente aumento delle passività. Pertanto, l'indice di indebitamento è rimasto sostanzialmente invariato nell'area dell'euro ed è aumentato negli Stati Uniti (grafico II.9). In linea con l'incremento delle passività – risultante in massima parte da finanziamenti ottenuti a fronte di garanzia ipotecaria – ha continuato a crescere il rapporto fra debito e reddito disponibile, specie negli Stati Uniti.

In molti paesi, come Francia e Spagna, l'accresciuto indebitamento ipotecario è stato utilizzato per finanziare l'acquisto di proprietà residenziali. In

Prezzi degli immobili residenziali e debito ipotecario					
	Prezzi degli immobili residenziali <sup>1</sup>				Variazione nel debito ipotecario residenziale <sup>2</sup>
	Variazione annua		Variazione rispetto al picco del 2004	Data del picco	
	1996-2003	2004			
Stati Uniti	6,0	11,2	0,0	4° trim. 2004	3,9
Giappone	-3,3	-6,1	-37,1	1° sem. 1991	-0,8
Germania	-0,1	-1,0	-2,0	2002	-0,8
Regno Unito	11,7	12,3	0,0	4° trim. 2004	5,2
Francia	7,2	15,6	0,0	2° sem. 2004	1,9
Italia	4,6	9,7	0,0	2° sem. 2004	1,9
Canada	4,5	7,8	0,0	4° trim. 2004	1,7
Spagna	10,8	17,4	0,0	4° trim. 2004	4,7
Paesi Bassi	10,2	1,8	-2,5	3° trim. 2004	4,8
Australia	10,2	2,7	-0,2	2° trim. 2004	5,4
Svizzera	0,5	1,8	-12,9	4° trim. 1989	3,4
Belgio	5,8	4,2 <sup>3</sup>	0,0	2° trim. 2004	0,1
Svezia	7,8	10,0	0,0	4° trim. 2004	2,7
Norvegia	7,8	10,5	0,0	4° trim. 2004	2,7
Danimarca	6,7	11,3	0,0	4° trim. 2004	1,8
Finlandia	8,1	5,6	0,0	4° trim. 2004	2,7
Irlanda	14,4	7,8 <sup>4</sup>	0,0	3° trim. 2004	9,5

<sup>1</sup> Dati di fine periodo; variazioni nominali, in percentuale; per il Giappone, prezzi dei terreni. <sup>2</sup> Fra il 2003 e il 2004; in punti percentuali del PIL. <sup>3</sup> Fino al secondo trimestre. <sup>4</sup> Fino al terzo trimestre.  
 Fonti: OCSE; varie associazioni immobiliari; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella II.6

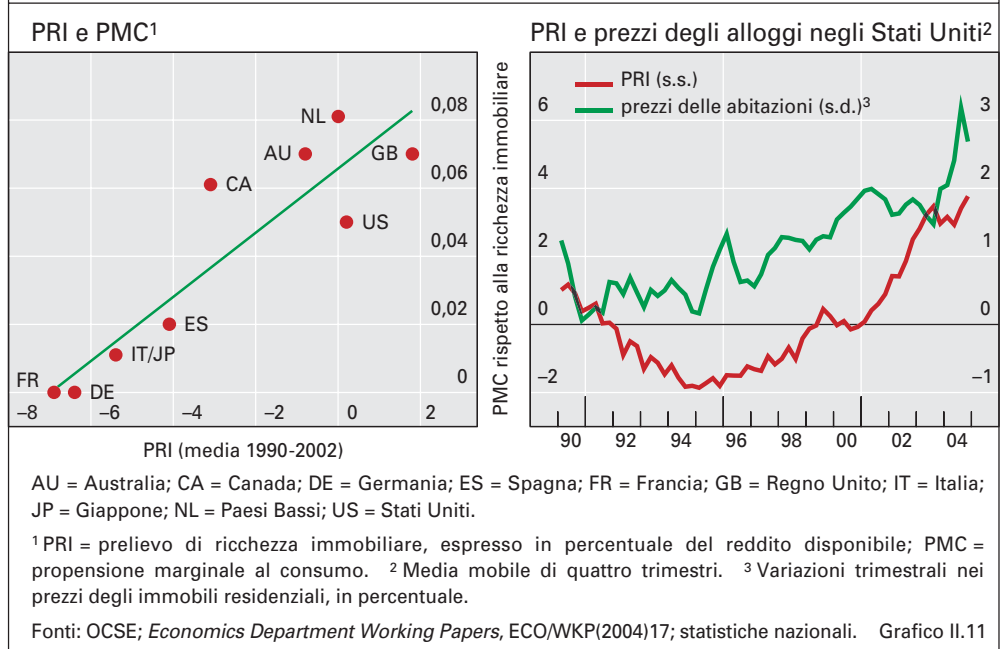
altri, tuttavia, il prelievo di ricchezza immobiliare – ovvero la differenza positiva fra l’ammontare delle ipoteche di nuova accensione e l’investimento in fabbricati residenziali – ha aumentato notevolmente negli ultimi anni il potere di acquisto effettivo. È quanto accaduto ad esempio in Stati Uniti, Regno Unito, Paesi Bassi e Australia. Dagli anni novanta tale prelievo presenta una stretta correlazione con la propensione al consumo a fronte di ricchezza immobiliare (grafico II.11). Benché in linea di principio i più alti costi dei servizi abitativi dovrebbero aver ridimensionato la spesa in altri beni di consumo da parte di coloro che non sono proprietari della casa di abitazione, è difficile trovare riscontri di questo effetto nei dati disponibili.

È arduo valutare quale sia la vulnerabilità dei consumi privati a un’eventuale flessione dei prezzi degli immobili residenziali in futuro. Stando all’esperienza di Regno Unito, Australia e Paesi Bassi, dove ultimamente tali prezzi hanno registrato una frenata o persino un calo, un’inversione di tendenza nei mercati immobiliari avrebbe ricadute negative sulla spesa delle famiglie. Nel Regno Unito e in Australia i consumi hanno di recente subito un rallentamento, mentre nei Paesi Bassi sono risultati deboli nell’ultimo paio d’anni, complice la crescita della disoccupazione. Nel complesso l’impatto sulla spesa sembra dipendere da vari fattori, quali la correzione delle aspettative a lungo termine circa i redditi da lavoro e da pensione o i crescenti tassi di interesse. Un più incoraggiante sviluppo cui si è assistito di recente concerne la correlazione fra il prelievo di ricchezza immobiliare e i rincari delle abitazioni

Il prelievo di capitale immobiliare ha sostenuto i consumi ...

... ma in prospettiva pone taluni rischi

## Prelievo di ricchezza immobiliare



negli Stati Uniti, che non è stata stretta come in passato. Il fatto che il prelievo sia stato in media pressoché nullo nel periodo 1990-2002 potrebbe indicare che le famiglie lo considerano soprattutto come un mezzo per modulare i consumi nel tempo. In prospettiva, sarebbe pertanto lecito attendersi un parziale rientro dei prelievi effettuati negli ultimi anni. Un calo generalizzato dei prezzi abitativi nominali negli Stati Uniti – il maggiore mercato al mondo – costituirebbe comunque un fenomeno che non ha precedenti negli ultimi decenni.

## Politiche di bilancio

### *Andamenti recenti*

Restano elevati nei principali paesi industriali i disavanzi pubblici

Malgrado un modesto inasprimento delle politiche di bilancio nel 2004, i disavanzi pubblici dei principali paesi industriali sono rimasti ben al di sopra delle medie storiche (tabella II.7). Germania, Regno Unito e Stati Uniti hanno fatto registrare un'accelerazione particolarmente marcata del deficit, nell'ordine del 5-7% del PIL dal 2000 (tabella II.8). Nelle economie industriali minori (fra cui Australia, Canada e Spagna), così come in molte economie emergenti, i conti pubblici sono al contrario migliorati negli ultimi anni. Sebbene tali progressi abbiano in parte rispecchiato le favorevoli condizioni cicliche, numerosi paesi emergenti hanno altresì avviato riforme strutturali (Capitolo III). Alcuni passi in avanti sono poi stati compiuti nel contenere la crescita del debito pubblico, grazie anche ai bassi tassi di interesse. Tuttavia, a meno di un mutamento di politica economica, le passività potenziali connesse con l'invecchiamento della popolazione sono destinate in futuro a gravare significativamente sul debito pubblico. Quest'ultimo resta alto soprattutto in Italia e in Giappone.

Conti pubblici: un raffronto storico <sup>1</sup>							
	Media 1980-2003			2004			
	Saldo finanziario	Saldo strutturale <sup>2</sup>	Debito lordo	Saldo finanziario	Saldo strutturale <sup>2</sup>	Debito lordo	Sforzo di stabilizzazione <sup>3</sup>
Economie industriali <sup>4</sup>	-3,4	-3,4	67	-3,8	-3,5	80	2,1
Stati Uniti	-3,3	-3,1	63	-4,3	-4,2	64	2,0
Area dell'euro	-3,9	-3,6	66	-2,8	-2,1	78	0,8
Giappone	-3,1	-3,2	89	-6,1	-5,9	158	6,8
Economie emergenti <sup>5</sup>	-3,0 <sup>6</sup>	...	44 <sup>6</sup>	-2,5	...	47	...

<sup>1</sup> Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL. <sup>2</sup> Saldo finanziario depurato degli effetti del ciclo, in percentuale del PIL potenziale. <sup>3</sup> Variazione in punti percentuali della posizione finanziaria necessaria a stabilizzare il debito netto nell'ipotesi di crescita nominale del PIL pari a quella potenziale. <sup>4</sup> Media ponderata di Australia, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Paesi Bassi, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti, in base al PIL e alle PPA del 2000. <sup>5</sup> Media ponderata delle 24 maggiori economie di mercato emergenti, in base al PIL e alle PPA del 2000. <sup>6</sup> 1998-2003.

Fonti: FMI; OCSE; Institute of International Finance (IIF); JPMorgan Chase; elaborazioni BRI. Tabella II.7

La crescita dei deficit di bilancio nei principali paesi industriali ha origini diverse, ma essenzialmente di ordine strutturale (tabella II.7). Negli Stati Uniti essa deriva soprattutto dai tagli di imposta e dagli aumenti della spesa militare e per la sicurezza decisi in questi ultimi anni; nel 2004 il disavanzo federale è stato inferiore al previsto grazie all'accresciuto gettito generato dalla crescita economica e all'abbattimento delle spese non collegate alla difesa. Crescita più elevata e contenimento delle uscite hanno parimenti condotto a una riduzione del disavanzo in Giappone, sebbene restino da affrontare le conseguenze degli ampi squilibri di bilancio ereditati dagli anni novanta. Anche nell'area dell'euro il saldo negativo di bilancio è perlopiù strutturale. Nonostante il calo della componente ciclica del deficit rispetto al 2003, quasi la metà dei membri dell'unione monetaria non è riuscita a rispettare i criteri fissati dal Patto di stabilità e crescita (in alcuni casi per il terzo anno consecutivo).

I disavanzi sono perlopiù strutturali

Conti pubblici: evoluzione recente <sup>1</sup>						
	Saldo finanziario			Debito pubblico		
	2003	2004	Variazione cumulativa 2001-2004 <sup>2</sup>	Netto	Lordo	
				2004	2004	Variazione cumulativa 2001-2004 <sup>2</sup>
Stati Uniti	-4,6	-4,3	-5,9	44	64	5
Area dell'euro	-2,8	-2,8	-2,9	53	78	1
Germania	-3,8	-3,7	-5,0	55	70	9
Francia	-4,1	-3,7	-2,3	46	73	7
Italia	-3,0	-3,0	-2,3	96	119	-6
Giappone	-7,7	-6,1	1,4	84	158	24
Regno Unito	-3,4	-3,4	-7,2	36	44	-2
Canada	0,6	1,3	-1,6	31	70	-11
Australia	0,8	0,8	-0,1	2	21	-5

<sup>1</sup> Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL. <sup>2</sup> In punti percentuali.

Fonti: FMI; OCSE. Tabella II.8

Conti pubblici: proiezioni a medio termine <sup>1</sup>								
	Saldo finanziario			Saldo strutturale <sup>2</sup>		Debito lordo		
	2005	2006	Variazione rispetto al 2004 <sup>3</sup>	2005	2006	2005	2006	Variazione rispetto al 2004 <sup>3</sup>
Stati Uniti	-4,2	-4,1	2,0 (2010)	-4,2	-4,1	66	68	-6 (2010)
Area dell'euro	-2,6	-2,4	0,4 (2006)	-1,9	-1,9	79	79	0 (2006)
Germania	-3,3	-2,6	2,2 (2007)	-2,0	-1,7	73	74	2 (2007)
Francia	-3,1	-2,9	1,7 (2008)	-2,7	-2,8	74	74	1 (2008)
Italia	-3,9	-4,3	2,0 (2008)	-3,5	-4,2	119	119	8 (2008)
Giappone	-6,4	-5,7	1,9 (2008)	-6,2	-5,7	161	164	-10 (2008)
Regno Unito	-3,2	-3,2	1,4 (2010)	-3,3	-3,3	47	49	-3 <sup>4</sup> (2010)
Canada	1,3	1,1	0,2 (2008)	1,3	1,0	66	62	14 <sup>4</sup> (2008)
Australia	0,4	0,3	-0,2 (2007)	0,6	0,6	18	18	4 <sup>4</sup> (2007)

<sup>1</sup> Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL. <sup>2</sup> Saldo finanziario depurato degli effetti del ciclo, in percentuale del PIL potenziale. <sup>3</sup> Variazione in punti percentuali fra l'anno indicato tra parentesi e il risultato del 2004. Un dato positivo indica rispettivamente un calo del disavanzo/aumento dell'avanzo e un calo del debito lordo. <sup>4</sup> Debito netto.

Fonti: FMI; OCSE; statistiche nazionali. Tabella II.9

Scarso margine per ulteriori allentamenti della politica di bilancio

La politica fiscale espansiva degli ultimi anni lascia dunque a molti paesi uno scarso margine di manovra per ulteriori allentamenti. In realtà, nell'area dell'euro l'esigenza di un risanamento dei conti pubblici viene ora a coincidere con una più debole attività economica. Negli Stati Uniti la forte crescita del prodotto e l'entità dello squilibrio esterno di parte corrente rendono al tempo stesso più facile e più desiderabile una riduzione del deficit di bilancio.

Restano generici gli obiettivi di riduzione del disavanzo

In tale contesto, numerosi piani sono stati annunciati da paesi industriali per ridurre il disavanzo entro la fine del decennio (tabella II.9). L'Amministrazione USA si è impegnata a ricondurre il deficit al disotto del 2% del PIL entro il 2010. In Giappone le autorità mirano a conseguire un avanzo primario (al netto della previdenza sociale) per l'inizio del prossimo decennio e a stabilizzare in pari tempo il debito pubblico lordo intorno al 150% del prodotto. I paesi dell'area dell'euro con deboli posizioni di bilancio si adopereranno per ridurre dell'1/2% l'anno il rapporto deficit/PIL fino al 2007. Nella gran parte dei casi, tuttavia, devono essere ancora formalizzati gli specifici provvedimenti necessari al conseguimento di questi obiettivi.

#### *Opzioni disponibili per il risanamento delle finanze pubbliche*

Cresce l'interesse per le riforme fiscali e per l'aliquota unica

Di recente le riforme tributarie sono tornate a far parte delle priorità di politica economica, anche grazie al successo dimostrato dalle iniziative già avviate in tal senso in Irlanda e Regno Unito. Hanno richiamato l'attenzione anche i sistemi sperimentali di imposizione a tasso unificato di recente introdotti in Slovacchia – dove è stata adottata l'aliquota unica del 19% per l'IVA e le imposte sul reddito delle persone fisiche e giuridiche – e in altri PECO. La più serrata concorrenza internazionale e la possibile delocalizzazione dei processi produttivi restringono il futuro margine di manovra per un aumento delle imposte dirette, soprattutto nel caso delle imprese. In tale situazione, il ricorso all'imposizione indiretta potrebbe apparire sempre più attraente.

I tagli alla spesa pubblica corrente e alla previdenza sociale (escluse le pensioni) sono rimasti in secondo piano nelle recenti proposte di riforma. Nell'area dell'euro è stata l'alta disoccupazione a costituire il vincolo principale. Laddove sono state avviate riforme negli ambiti dei sussidi alla disoccupazione e del finanziamento del sistema sanitario (come ad esempio in Germania), le autorità hanno incontrato notevoli difficoltà.

Poche modifiche ai programmi di spesa ...

Vari paesi hanno intrapreso la riforma dei sistemi previdenziali. Nel 2004 il Giappone ha approvato un programma che prevede la graduale riduzione delle prestazioni pensionistiche e l'innalzamento dei contributi individuali, nonché trasferimenti governativi al sistema previdenziale (finanziati forse con un aumento dell'imposizione); scopo ultimo di queste modifiche è quello di ridurre il disavanzo di lungo periodo del sistema. In Italia la riforma pensionistica – varata anch'essa lo scorso anno – innalzerà l'età del pensionamento effettivo a partire dal 2008, consentendo ai lavoratori di integrare la pensione obbligatoria mediante il versamento di contributi complementari in fondi pensione privati. L'Amministrazione USA ha parimenti annunciato, nel quadro del bilancio previsionale per il 2005, il progetto di istituire piani pensionistici volontari. Oltre ad avere abbassato il rapporto fra prestazioni pensionistiche e retribuzioni medie, la Germania ha rapportato all'indice di dipendenza degli anziani il livello delle erogazioni a titolo di pensione.

... ma sono state avviate riforme pensionistiche

Le pressioni provenienti dai mercati dei titoli pubblici sono destinate a svolgere un ruolo rilevante negli incentivi per l'attuazione dei piani di risanamento fiscale. L'esiguità del premio al rischio richiesto dai mercati finanziari per gli squilibri di bilancio correnti e prospettici nei principali paesi industriali è sorprendente. Nell'area dell'euro, ad esempio, nonostante taluni declassamenti di rating, gli elevati livelli del disavanzo e del debito hanno finora inciso in misura solo limitata sui tassi di interesse reali e sui differenziali dei prestiti sovrani. A spiegazione di ciò potrebbe esservi il fatto che i successi riportati a metà degli anni novanta nella riduzione del deficit abbiano conferito credibilità ai recenti propositi ufficiali di riordino dei conti pubblici. Gli investitori potrebbero inoltre ritenere che i rischi derivanti dagli attuali disavanzi di bilancio non siano poi così elevati, forse perché la generale tendenza alla deregolamentazione e alla privatizzazione potrebbe verosimilmente ridurre il ruolo dei governi e l'entità della spesa pubblica nel lungo periodo. Altre ipotesi fanno rilevare le favorevoli condizioni di finanziamento di cui hanno goduto i mutuatari, non solo quelli pubblici (Capitolo VI).

La disciplina di mercato potrebbe incentivare il risanamento dei conti pubblici

Un ulteriore incentivo, specie per i grandi paesi dell'area dell'euro e per il Giappone, potrebbe derivare dalle evidenze secondo cui in passato il consolidamento dei conti pubblici ha talvolta mostrato una correlazione positiva con la crescita economica. Se si ritiene che il risanamento comporti una riduzione permanente della spesa e del debito nel bilancio statale, si potrebbero creare aspettative di un abbassamento futuro delle imposte e dei tassi di interesse a lungo termine. Di fatto, circa la metà delle manovre restrittive attuate nei paesi della UE a 15 a partire dagli anni settanta si è accompagnata a un aumento della crescita. Gli esempi più spesso evocati a questo riguardo sono quelli di Danimarca e Irlanda nella seconda metà degli anni ottanta e quello della Spagna dieci anni dopo. Vero è che l'effetto

Il risanamento può avere effetti espansivi?

espansionistico prodottosi in quelle occasioni è stato in buona parte attribuito al fatto che gli inasprimenti coincisero con un allentamento della politica monetaria e con il contestuale deprezzamento del cambio reale. Inoltre, i costi della raccolta erano allora onerosi, il che rendeva possibili ingenti guadagni dalla riduzione dei tassi di interesse e dei premi per il rischio paese. All'opposto, oggi i tassi di interesse si collocano su livelli molto bassi. Ciò nonostante, correzioni di bilancio volte a ridurre le inefficienze nei tradizionali programmi di assistenza sociale possono senz'altro segnalare l'impegno a contenere la spesa pubblica in futuro, producendo un impatto positivo sulle aspettative.

Il risanamento può concorrere a moderare la domanda aggregata

L'azione di risanamento dovrebbe essere più agevole nei casi in cui l'ampliamento degli squilibri di bilancio ha coinciso con un periodo di forte crescita. Una combinazione di imposte più alte e minore spesa pubblica contribuirebbe sia a ridurre il disavanzo sia a moderare la domanda aggregata. Negli Stati Uniti il riequilibrio dei conti pubblici consentirebbe altresì di abbassare l'ingente deficit esterno di parte corrente.

La disciplina di bilancio potrebbe favorire il riequilibrio, ma è essenziale la sua osservanza

Gli incentivi al risanamento potrebbero inoltre essere rafforzati dall'adozione di regole di disciplina fiscale. Laddove le manovre di bilancio nazionali sono rigorosamente inserite in uno schema di medio periodo, è più probabile che si rispettino gli obiettivi prefissati. Molti paesi della UE hanno indubbiamente attuato incisive correzioni nei conti pubblici per conformarsi ai criteri di convergenza del Trattato di Maastricht e al Patto di stabilità e crescita. La disciplina di bilancio è stata altresì impiegata con successo da varie economie, anche emergenti, al fine di regolamentare le politiche fiscali ai diversi livelli dell'amministrazione. Per segnalare il rinnovato impegno a favore della disciplina di bilancio, negli Stati Uniti si è recentemente proposta la reintroduzione di norme simili al *Budget Enforcement Act*. Tuttavia, le recenti difficoltà emerse in connessione con il Patto di stabilità e crescita indicano che anche una regolamentazione formale delle politiche di bilancio potrebbe non risultare efficace in assenza di un esplicito impegno alla sua osservanza.

L'invecchiamento della popolazione pone un'importante sfida a lungo termine

La principale spinta ai programmi di riforma fiscale nel lungo periodo proverrà forse dalle sfide connesse con l'invecchiamento della popolazione. Nei prossimi dieci anni la generazione del *baby boom* comincerà a raggiungere l'età pensionabile; ciò è destinato a incidere in misura crescente non solo sugli schemi previdenziali, ma anche sul servizio sanitario nazionale. Pur tenendo conto dell'impatto degli esistenti provvedimenti volti a ridurre il livello delle prestazioni future, in base alle proiezioni la spesa pensionistica e sanitaria nei paesi dell'OCSE aumenterà in media di quasi il 7% del PIL nei prossimi quarant'anni. Ulteriori misure di politica si renderanno pertanto sempre più impellenti.